

Faculdade de Economia

Universidade do Porto

**O IMPACTO DA ENTRADA EM VIGOR DAS IFRS
NA GESTÃO DE RESULTADOS:
A EXPERIÊNCIA IBÉRICA**

Por

Pedro Filipe Machado Fernandes

Tese de Mestrado em Ciências Empresariais - Finanças

Orientada por:

Prof. Doutor Carlos Francisco Ferreira Alves

2007

BIOGRAFIA

Pedro Filipe Machado Fernandes, nascido a 21 de Agosto de 1978 na cidade do Porto, concluiu os estudos secundários na Escola Filipa de Vilhena, em 1996, ano em que ingressou na Faculdade de Economia do Porto, onde concluiu a licenciatura em Gestão em 2001. Actualmente desempenha funções na área financeira na Rigor – Consultoria e Gestão S.A., empresa de serviços partilhados do Grupo Salvador Caetano.

AGRADECIMENTOS

Agradeço, em primeiro lugar, à minha esposa por todo o apoio e dedicação que me deu durante todo o tempo de elaboração deste trabalho. Aos meus pais, irmão e cunhada pela ajuda, que em momentos chave, me deram. Aos meus amigos, em especial ao Vítor e à Flora.

Quero também expressar o meu agradecimento aos meus superiores hierárquicos pela compreensão e disponibilidade demonstradas, que se revelaram cruciais para a conclusão deste trabalho.

Por último, um agradecimento especial ao Professor Carlos Alves pela sua orientação atenta e dedicada ao longo de todo este processo.

ABSTRACT

The EU has determined that public firms would be obliged to report their financial statements according to IFRS starting from 2005. The adoption of these rules aims at achieving an accounting harmonization and increasing the quality of the financial reports.

Therefore, it would be expected that this transition from national accounting plans to IFRS would lead to a decrease in earnings management practices (discretionary accruals). Nevertheless, prior studies based in voluntary transition to IFRS have demonstrated mixed evidence on this subject.

This study analyzes the impact of the mandatory transition to IFRS at the earnings management level, based on firms listed in Portugal and Spain. As far as we know, this work is the first to consider the true impact of the transition to IFRS, within a context of obligatory transition. Therefore, it contributes to the literature extension in two ways: *i*) it analyzes the transition to the IFRS statements in two new countries *ii*) it is the first that studies transition cases within a mandatory context.

In conclusion, the levels of discretionary accruals (measured in absolute values) in the post IFRS period (2005-2006) are similar to the ones obtained in the pre IFRS period (2002-2004). Nevertheless, the companies that integrate PSI20 or IBEX35 stock indexes show higher levels of discretionary accruals in the post IFRS period. This result expresses the utilization of the statements change to recognize negative situations and does not express any tendency to increase in a discretionary way the accruals absolute value.

It has to be mentioned that no evidence was found that the levels of the discretionary accruals are different between the companies which adopted the fair value criteria and the ones that did not adopt it. The results obtained do not support the hypothesis that the adoption of the fair value criteria can lead to an increase in earnings management.

RESUMO

A UE determinou que as empresas cotadas ficariam obrigadas, a partir de 2005, a reportar a informação financeira em conformidade com as IFRS. A adopção deste padrão de reporte visa alcançar harmonização contabilística e aumentar a transparência.

Assim, seria expectável que a transição dos planos nacionais para as IFRS induzisse a uma diminuição do nível de *gestão de resultados* (*accruals* discricionários). Porém, os estudos até agora publicados têm reportado evidência mista.

O presente estudo analisa o impacto da entrada em vigor das IFRS no nível de gestão de resultados das empresas cotadas em Portugal e Espanha. Tanto quanto se julga saber, este estudo é o primeiro que procede à medição do impacto da transição para as IFRS num contexto de transição obrigatória. Donde, este trabalho contribui para a extensão da literatura num duplo sentido: (i) por analisar a experiência de transição para as IFRS de dois novos países; (ii) por ser o primeiro a analisar experiências de transição com carácter obrigatório.

Em termos globais, conclui-se que os níveis de *accruals* discricionários (medidos em valor absoluto) praticados no período Pós-IFRS (2005-2006) são similares aos registados no período Pré-IFRS (2002-2004). Porém, as empresas integrantes dos índices de cotações PSI20 e IBEX35 apresentam maiores níveis de *accruals* discricionários no período Pós-IFRS. Este resultado exprime o aproveitamento da alteração do enquadramento normativo para o reconhecimento de situações de natureza negativa e não expressa qualquer tendência para aumentar de forma discricionária o valor absoluto dos *accruals*.

Saliente-se, ainda, que não se encontrou evidência de que o nível de *accruals* discricionários seja distinto entre as empresas que adoptam o chamado critério do justo valor e as demais. Os resultados obtidos não confirmam, assim, a hipótese de que a adopção deste critério pode originar um incremento dos níveis de gestão de resultados.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO.....	1
1 – REVISÃO DA LITERATURA.....	6
1.1 O Conceito de Gestão de Resultados.....	6
1.2 Objectivos e Motivações da Gestão de Resultados	12
1.2.1 Relacionados com o Mercado de Capitais.....	12
1.2.2 Relacionados com Posições Contratuais.....	15
1.2.3 Regulação.....	17
1.2.4 Insider Trading.....	18
1.3 Teorias Explicativas da Gestão de Resultados	20
1.3.1 Teoria da Sinalização.....	20
1.3.2 Teoria da Agência.....	22
1.4 Consequências e Importância da Gestão de Resultados	25
1.5 Formas de Minimizar o Impacto da Gestão de Resultados	28
1.6 Como Medir a Gestão de Resultados.....	31
1.6.1 O Conceito de Accrual.....	31
1.6.2 Accruals Totais (TA)	32
1.6.3 Accruals Não Discricionários (NDA).....	32
1.6.4 Accruals Discricionários (DA)	38
2 - NORMAS INTERNACIONAIS DE RELATO FINANCEIRO.....	40
2.1 Enquadramento	40
2.2 O Novo Paradigma do Relato Financeiro - IAS/IFRS.....	43
2.2.1 Principais Diferenças entre os Planos Oficiais de Contas Português e Espanhol e as IFRS	43
2.2.2 Vantagens e Desvantagens da Utilização das IFRS como Sistema Contabilístico Dominante	46
2.3 As IFRS e a Gestão de Resultados.....	49
2.3.1 Evidência do Impacto das IFRS na Gestão de Resultados	49
2.3.2 Sistema “Code-Law” versus ”Common-Law”	52

3 – ESTUDO EMPÍRICO	54
3.1 Introdução	54
3.2 Base de Dados e Fontes de Informação	56
3.3 Estimação dos Earnings Management	58
3.4 – Análise Univariada	61
3.4.1 Principais Dados Estatísticos da Variável (<i>Accruals</i> Discricionários)	61
3.4.2 Evidência de Gestão de Resultados	65
3.4.3 Impacto da Entrada em Vigor das IFRS (1ª Abordagem)	66
3.4.4 Impacto da Entrada em Vigor das IFRS (2ª Abordagem)	71
3.4.5 Impacto da Entrada em Vigor das IFRS (3ª Abordagem)	74
3.4.6 Empresas Índice <i>versus</i> Empresas Não Índice	76
3.4.7 Empresas Portuguesas <i>versus</i> Empresas Espanholas.....	77
3.4.8 Empresas que Adoptam o Critério do Justo Valor <i>versus</i> Outras.....	79
3.4.9 Análise por Sectores de Actividade	83
3.5 Análise Multivariada.....	87
3.5.1 – Introdução	87
3.5.2 – Correlações	91
3.5.3 – Regressões	93
4 – CONCLUSÃO	104
BIBLIOGRAFIA	107
ANEXOS.....	120
ANEXO 1 – Escândalos Contabilísticos	120
ANEXO 2 – Principais Diferenças entre POC e IFRS	126
ANEXO 3 – Lista das Empresas Consideradas	134
ANEXO 4 – Outliers.....	137
ANEXO 5 – Teste à Normalidade dos Sectores “Petróleo e Energia” e “Tecnologia e Comunicações”	138
ANEXO 6 – Resultados do Teste do Sinal e de Wilcoxon.....	139

INTRODUÇÃO

Os mercados financeiros assumem uma importância cada vez maior nas economias modernas, dado que são uma fonte essencial de financiamento das empresas, e o local de destino primordial das poupanças dos aforradores. Para que estes mercados possam funcionar de forma adequada, é necessário que as “regras do jogo” sejam claras de modo a suscitarem a confiança dos diferentes agentes económicos nele intervenientes. Além disso, é necessário que a assimetria de informação entre os diferentes agentes económicos seja tanto quanto possível esbatida, e que a informação divulgada pelos emitentes dos instrumentos financeiros seja actual, verdadeira, rigorosa e completa. De outra forma, os agentes económicos aforradores perderão confiança no mercado e deixarão de para aí canalizar as suas poupanças.

Daí que as entidades reguladoras imponham a obrigatoriedade de as empresas divulgarem a sua situação económica e financeira aos investidores, com uma determinada periodicidade. Essa comunicação é indispensável para que os investidores actuais e potenciais possam ter um correcto conhecimento da realidade económica e financeira das empresas, e possam avaliar correctamente o seu valor e o seu risco. É neste contexto que a divulgação dos relatórios e contas das empresas assume uma importância fulcral, já que são o principal veículo de que as empresas dispõem para dar a conhecer a sua situação económica e financeira.

Quando no início deste século vieram a público vários escândalos contabilísticos, tanto na Europa, como nos Estados Unidos da América, tomou-se consciência de que a informação divulgada pelas empresas, em determinadas circunstâncias, poderia estar longe de traduzir a sua verdadeira realidade. Tal facto deteriorou a confiança dos investidores na informação divulgada pelas empresas, e, por consequência, nos mercados financeiros (Jain et al., 2003; Jain e Rezaee, 2003).

Em reacção a esta realidade, as autoridades norte-americanas estabeleceram novas regras de *Corporate Governance*, designadamente fixando novas regras para garantir a qualidade das auditorias. Por sua vez, a União Europeia determinou que as empresas

cotadas na área da sua jurisdição ficariam obrigadas, a partir de 2005, a reportar a informação financeira em conformidade com as *International Financial Reporting Standards* (IFRS). A adopção deste padrão de reporte visa alcançar um duplo objectivo: (i) por um lado, permitir a comparabilidade da informação das empresas cotadas nos vários países; (ii) por outro lado, garantir uma maior fiabilidade da informação prestada ao mercado e incremento da transparência.

Em face dos objectivos subjacentes à criação e adopção das IFRS, designadamente o segundo, seria expectável que a transição dos planos nacionais para as IFRS induzisse a uma diminuição do nível de *gestão de resultados* (*accruals* discricionários). Porém, os estudos até agora publicados têm reportado evidência mista. Se, por um lado, alguns estudos têm testemunhado que a adopção das IFRS provocou uma diminuição do nível de *accruals* discricionários (Barth, 2005; Gassen e Sellhorn, 2006), outros estudos revelam ou a ausência de alteração (Goncharov e Zimmermann, 2006) ou o incremento do nível de *accruals* discricionários (Tendeloo e Vanstraelen, 2005). Não há, pois, ainda conhecimento de experiências em quantidade suficiente para que se possa concluir em definitivo sobre o impacto da transição de outros padrões de reporte para as IFRS. Acresce que a literatura existente se baseia em exclusivo na adopção das IFRS em regime voluntário, não existindo (tanto quanto se julga saber) estudos que meçam o impacto da transição de regime no contexto de aplicação obrigatória das IFRS. Porém, poderá acontecer que a literatura existente, além de inconclusiva, possa não ser transponível para um contexto de adopção obrigatória do novo padrão de reporte da informação financeira. De facto, é plausível que os gestores das empresas se sintam mais à vontade para gerir resultados no contexto das IFRS quando estas são aplicadas voluntariamente, do quando está em causa o cumprimento de uma obrigação imposta por lei.

Esta dissertação vem, por isso, contribuir duplamente para a extensão da literatura: (i) por um lado, por analisar a experiência de transição para as IFRS de dois novos países (Portugal e Espanha); (ii) Por outro lado, por ser o primeiro estudo a analisar experiências de transição com carácter obrigatório.

O estudo dos impactos de alteração de normativo, em países como Portugal e Espanha, tem ainda um atractivo adicional que tem a ver com o facto de as IFRS introduzirem um novo paradigma. Enquanto que no passado os planos de contabilidade eram vistos como um conjunto de regras rígidas a cumprir, as novas normas baseadas em princípios, em vez de regimes rígidos, têm implícita uma visão mais flexível que supostamente melhor se ajusta às necessidades de informação dos mercados financeiros.

O presente estudo visa medir o impacto da adopção obrigatória das IFRS, na gestão de resultados, por parte das empresas cotadas em Portugal e em Espanha. A primeira questão principal de que se ocupa o estudo é, em concreto, a seguinte: *O nível de gestão de resultados das empresas portuguesas e espanholas diminuiu com a entrada em vigor das IFRS?* (Questão 1).

A evidência empírica até agora reportada pela literatura é, como se referiu, mista. Uma explicação possível para o *mix* de resultados encontrados, tem a ver com a introdução do critério valorimétrico do justo valor. Com efeito, se globalmente se espera a diminuição dos *earnings management* por força da adopção das IFRS, por outro lado, a introdução deste critério é susceptível de dar origem a subjectividade na determinação do valor de mercado dos activos. De facto, se quando os valores estão cotados tal subjectividade é dificilmente concebível, quando tal não acontece os gestores gozam de elevada discricionariedade na aplicação de modelos de cálculo dos referidos valores de mercado. A aplicação deste critério é, pois, passível de levar a níveis acrescidos de *earnings management* (Barth 2005). Donde, torna-se igualmente relevante investigar se as empresas portuguesas e espanholas, que adoptaram o critério do justo valor para valorarem o seu imobilizado, apresentam níveis de *earnings management* superiores após a entrada em vigor das IFRS comparativamente aos anos imediatamente antecedentes. A segunda questão principal de que se ocupa o estudo é, pois, a seguinte: *As empresas portuguesas e espanholas que adoptaram o critério do justo valor apresentam níveis de gestão de resultados superiores após a entrada em vigor das IFRS e tal facto poderá explicar uma eventual ausência de diminuição dos níveis globais de gestão de resultados?* (Questão 2).

Outras questões igualmente motivam a realizam do estudo. Assim, por exemplo, procura-se saber se existe evidência de comportamento distinto por parte das empresas portuguesas e espanholas. De igual modo, se procura perceber até que ponto o comportamento de empresas de sectores distintos têm comportamentos diferenciados. Por fim, também se procura indagar se as empresas integrantes dos índices amostrais das bolsas de valores de Lisboa e de Madrid, respectivamente o PSI20 e o IBEX30, têm comportamentos distintos das demais.

O estudo aqui realizado incidiu sobre uma amostra de 34 empresas portuguesas e 75 empresas espanholas, e consistiu na análise dos níveis de *accruals* discricionários praticados num período Pós-IFRS (2005-2006) e num período Pré-IFRS (2002-2004).

Em termos metodológicos, salienta-se que o nível de gestão resultados foi mensurado através do nível de *accruals* discricionários, o qual corresponde ao valor absoluto da diferença entre o nível de *accruals* totais e o nível de *accruals* não discricionários. Estes últimos, por sua vez, foram estimados por OLS baseado no *Modified Jones Model* (Dechow et al , 1995).

No que respeita aos resultados obtidos, em resposta à Questão 1, conclui-se que os níveis de *accruals* discricionários (medidos em valor absoluto) praticados no período Pós-IFRS (2005-2006) são similares aos registados no período Pré-IFRS (2002-2004). Em termos globais, o nível de gestão de resultados não apresenta diferenças estatisticamente significativas entre o período anterior e subsequente à entrada em vigor das IFRS.

Quanto à Questão 2, também não se encontrou evidência de que o nível de *accruals* discricionários seja distinto entre as empresas que adoptam o chamado critério do justo valor e as demais. Os resultados obtidos não confirmam, assim, a hipótese de que a adopção deste critério pode originar um incremento dos níveis gestão de resultados.

No que respeita às Outras Questões, saliente-se que as empresas integrantes dos índices de cotações PSI20 e IBEX35 apresentam maiores níveis de *accruals* discricionários no

período Pós-IFRS. Este resultado exprime o aproveitamento da alteração do enquadramento normativo para o reconhecimento de situações de natureza negativa e não expressa qualquer tendência para aumentar de forma discricionária o valor absoluto dos *accruals*. A transição do enquadramento normativo terá sido aproveitado, por estas empresas que se encontram sujeitas a um escrutínio mais apertado dos analistas financeiros que as demais, para o reconhecimento de perdas, que a terem sido anteriormente reconhecidas teriam merecido a saliência decorrente de serem expressas como custos referentes a anos anteriores, o que não acontece no novo normativo por força do fim do conceito de custos e proveitos extraordinários.

A estrutura da dissertação é a seguinte: o capítulo 1 apresenta uma revisão da literatura da gestão de resultados; o capítulo 2 concentra-se na implicação que as IFRS trazem a países como Portugal e Espanha, nomeadamente nas principais diferenças entre as IFRS e as normas internas de cada um dos países; o capítulo 3 apresenta o estudo empírico efectuado, aí se distinguindo uma análise univariada de uma análise multivariada; por fim, apresentam-se as principais conclusões obtidas.

1 – REVISÃO DA LITERATURA

1.1 O Conceito de Gestão de Resultados

Definição de Gestão de Resultados

Na literatura podem encontrar-se várias definições de «gestão de resultados» (*earnings management*), das quais se destacam as seguintes:

- i) É um processo em que deliberadamente, mas de acordo com os princípios contabilísticos geralmente aceites (*GAAP - generally accepted accounting principles*), se fazem opções contabilísticas de modo a atingir um determinado nível de resultados (Davidson et al., 1987¹);
- ii) É uma intervenção propositada no processo de reporte financeiro com o objectivo de obter ganhos para os gestores ou accionistas (Schipper, 1989);
- iii) Ocorre quando os gestores usam a discricionariedade de que dispõem, quer no reporte financeiro, quer na celebração de contratos e realização de transacções, com o intuito de modificar a informação financeira. Assim, tentam alterar a percepção de alguns *stakeholders*² sobre a performance da empresa ou atingir determinados objectivos de natureza contratual (Healey e Wahlen, 1999);
- iv) É o procedimento que visa distorcer a performance financeira real da empresa (SEC - *Securities and Exchange Commission*).

Estas definições assentam na ideia de que os gestores actuam de forma a modificar a percepção dos *stakeholders* sobre a empresa, através da divulgação de uma performance diferente da realmente atingida. A definição proposta por Healey e Wahlen (1999) merece, porém, uma especial atenção, na medida em que alerta para várias dimensões importantes do conceito.

¹ Citado por Schipper (1989; pág. 92).

² Por «*stakeholders*» designam-se os indivíduos ou grupos que dependem da organização para atingirem os seus objectivos, bem como os indivíduos ou grupos de que a empresa depende na prossecução dos seus fins. A título de exemplo podem referir-se, entre outros, accionistas, clientes, fornecedores e colaboradores (Johnson, 1999; pág. 213).

Em primeiro lugar, o facto de os gestores usarem *métodos subjectivos* (isto é, métodos em que é permitida a opção por diferentes soluções alternativas) *no reporte financeiro* pode ter impacto significativo no nível de resultados reportados. São disso exemplo, entre outros, a determinação do período de vida útil dos bens (taxas de amortização), a escolha da política de provisões, a opção por um dos diferentes métodos de custeio das existências (FIFO, LIFO e Custo Médio), e a selecção do método de contabilização de certas despesas. A *subjectividade* está também presente ao nível das *transacções*. Assim, por exemplo, as empresas podem adiar gastos de manutenção de equipamentos de modo a reportar resultados mais elevados. No mesmo sentido, pode referir-se a alteração dos gastos em investigação e desenvolvimento, a escolha dos momentos de alienação de activos corpóreos (realizando mais-valias de forma a manter um dado crescimento dos resultados) e a alteração da escala de produção (isto é, ao produzir mais ou menos junto ao final do ano, os gestores conseguem concentrar ou postecipar custos de produção).

Em segundo lugar, a definição refere que os gestores actuam de modo a alterar a percepção dos *stakeholders* sobre a performance real da empresa. Este fenómeno exige que os destinatários do reporte financeiro não tenham capacidade para determinar o impacto da gestão de resultados (isto é, para se aperceberem que os resultados foram «geridos» e para quantificarem o efeito dessa gestão). Porém, os gestores (em geral) têm consciência de que beneficiam de assimetria de informação face aos accionistas e demais *stakeholders* da empresa, pelo que estão convictos de que podem usar a informação privilegiada de que dispõem sem que (em princípio) de tal tenham percepção os destinatários do reporte financeiro (Healey e Wahlen, 1999). De outra forma, tal acção seria antevista como ineficaz, e não valeria a pena proceder à sua concretização.

O conceito de gestão de resultados tem, pois, subjacente que os gestores podem (pela utilização de graus de liberdade no reporte financeiro ou pela realização ou abstenção de realização de transacções) alterar os resultados a reportar. Além disso, está igualmente subjacente ao conceito que essa gestão é potencialmente eficaz na modificação da percepção dos resultados pelos destinatários do reporte financeiro. Assim, assumindo

que os gestores podem alterar essa percepção, importa indagar as razões que levariam os gestores a proceder à sua prática.

Neste ponto, a literatura divide-se. Beneish (2001), por exemplo, refere que se, por um lado, há algum espaço para a interpretação dos *earnings management* como forma de sinalização devido aos incentivos contratuais; por outro lado, estes incentivos levam a comportamento oportunistas. Assim, a gestão de resultados não é, na óptica de alguns, necessariamente negativa. Há, em concreto, como melhor adiante se explicitará no ponto 1.3, duas visões distintas sobre este assunto.

A *tese oportunista* (baseada na teoria da agência) refere que a subjectividade utilizada pelos gestores é prejudicial, uma vez que a gestão de resultados leva a uma afectação ineficiente de recursos e a uma alteração das expectativas dos investidores sobre os *cash-flows* futuros da empresa. Autores como Healey (1985), Holthausen et al. (1995), Teo et al. (1998), entre outros, suportam os seus resultados na teoria da agência.

A *tese antagónica* (baseada na teoria da sinalização) defende que a subjectividade é benéfica na medida em que transmite ao mercado informação credível não conhecida pelos *stakeholders* (transmite sinais ao mercado), reduzindo a assimetria de informação. Esta visão foi referida pela primeira vez por Holthausen e Leftwich (1983) e vários outros autores a têm advogado (Healey e Palepu, 1993; Subramanyam, 1996; Arya et al., 2003).

Para concluir esta abordagem introdutória ao conceito de gestão de resultados, importa introduzir um outro com este estritamente relacionado. Trata-se do conceito de “*smoothing*” (alisamento). Este termo é utilizado para referir a tendência de os gestores estabilizarem os resultados ou o seu crescimento ao longo do tempo, procurando que estes não oscilem significativamente e não causem grandes surpresas ao mercado, designadamente tendo em vista que a política de dividendos não sofra grandes alterações (Leuz, 2003). Esta noção surge muitas vezes associada aos *earnings management*, uma vez que os gestores podem recorrer à gestão de resultados para colocar em prática uma estratégia de *smoothing*. Porém, a gestão de resultados pode ter subjacente outros objectivos e não (ou não apenas) o alisamento de resultados.

Classificação da Gestão de Resultados

A gestão de resultados pode ser classificada em várias categorias. Em concreto, podem distinguir-se as categorias de gestão de resultados que se seguem (Gunny, 2005):

- i) *Manipulação Fraudulenta* – A gestão dos resultados viola os princípios contabilísticos com o intuito de prejudicar directamente terceiros, tratando-se por isso de uma prática que é considerada crime de fraude ou de manipulação do mercado na generalidade das jurisdições;
- ii) *Accruals³ Management* – Através da escolha de soluções alternativas compatíveis com os princípios contabilísticos os gestores tentam esconder ou melhorar a performance da empresa, mas sem violar os princípios contabilísticos geralmente aceites;
- iii) *Real Earnings Management* – Através da alteração das operações económicas da empresa pretende-se atingir determinados resultados sem nunca alterar ou violar os procedimentos contabilísticos geralmente aceites.

É de salientar a diferença existente entre a terceira categoria e as anteriores, uma vez que esta não se baseia na escolha/violação de princípios contabilísticos, mas sim na alteração das operações normais da empresa, enquadrando-se no que se designou já por *subjectividade ao nível das transacções*.

Objectivos da Gestão de Resultados

O relato financeiro é o veículo primordial do fluxo de informação entre as empresas e os investidores. Inúmera literatura reporta evidência de que os investidores reagem à divulgação de informação financeira periódica (anual, semestral ou trimestral) pelas empresas, e que essa reacção se materializa tanto ao nível das transacções, como ao nível das cotações (entre outros, May, 1971; Kiger, 1972; Bamber, 1987; Francis et al., 2002). Também para os mercados espanhol e português, tal se encontra evidenciado (Pellicer e Rees, 1999; Alves e Santos, 2008). Donde, a gestão de resultados é susceptível de induzir a que as cotações das acções da empresa evoluam de modo

³ «*Accruals*» é o termo anglo-saxónico que significa variação de fundo de maneo; os «*discretionary accruals*» são a componente dos *accruals* que resulta das opções discricionárias efectuadas pelos gestores, sendo usualmente usados como medida aproximada (*proxy*) dos níveis de *earnings management*.

distinto do que ocorreria caso não houvesse gestão de resultados. Em face disto, um dos motivos que pode estar subjacente à gestão de resultados é o influenciar a evolução das cotações no curto prazo.

Adiante, na secção 2.2 retomar-se-á e desenvolver-se-á esta problemática, e em particular reportar-se-á literatura que visa evidenciar os motivos efectivamente subjacentes a essa gestão. Procurar-se-á, pois, saber que conclusões têm sido obtidas pela literatura que procura investigar os objectivos e as motivações da gestão de resultados.

Como Fazer Gestão de Resultados?

A gestão de resultados é concretizada, numa das suas vertentes, pela escolha discricionária de políticas de contabilização que o normativo contabilístico permite. São disso exemplos, como já referido, entre outros, a escolha das taxas de amortização, os métodos de contabilização das existências (FIFO, LIFO ou Custo Médio), a contabilização de despesas de investigação e desenvolvimento e a política de provisões escolhida pela empresa.

Além disso, numa outra vertente, os gestores através do *timing* das compras e das vendas, bem como da gestão de pagamentos e recebimentos alteram o fundo de maneio e os resultados, os quais têm impacto no relato financeiro.

Por outro lado, através dos seus relatórios, os gestores transmitem sinais e criam expectativas sobre os *cash-flows* futuros da empresa, as quais podem ser irrealistas, transmitindo falsas expectativas ao mercado.

Finalmente, numa outra vertente (a que menos importa a este estudo), a gestão de resultados concretiza-se pela manipulação fraudulenta da informação financeira reportada.

Importância e Consequências da Gestão de Resultados

Os escândalos contabilísticos que assolaram o mercado bolsista norte-americano no início dos anos 2000, na óptica de alguns autores (Jain et al., 2003; Jain e Rezaee, 2003), foram responsáveis tanto pela queda do mercado accionista, como pela perda de confiança generalizada dos investidores nos mercados, uma vez que os investidores (ou, pelo menos, alguns) deixaram de acreditar na informação divulgada pelas empresas.

Além disso, a gestão de resultados cria obstáculos ao funcionamento eficiente do mercado, uma vez que os preços reflectirão a informação divulgada pela empresa e não a real situação da mesma. A este propósito, Dumontier e Raffounier (2002) referem que os dados contabilísticos são relevantes para o mercado, dado que influenciam as cotações, pelo que é com base nesta informação que os investidores têm conhecimento da situação da empresa e assim tomam as suas decisões de investimento cientes do risco associado a esses títulos.

Fruto do ambiente de desconfiança gerado pelos escândalos supra referidos, as autoridades norte-americanas viram-se obrigadas a intervir de forma a por cobro a esta situação. O *Sarbanes Oxley Act (SOX)* é um diploma do congresso norte-americano, aprovado em Julho de 2002, que foi elaborado com o objectivo de assegurar aos investidores que a informação divulgada corresponde à realidade da empresa. Este documento prevê penalidades muito severas para quem esteja envolvido em práticas contabilísticas fraudulentas.

No seguimento do SOX a SEC, em Março de 2003, criou mecanismos para minimizar a probabilidade de surgimento de novas fraudes, nomeadamente estipulando a obrigação de as empresas divulgarem se na sua comissão de auditoria têm um elemento da área financeira/contabilística e se são independentes da equipa de gestão.

Por sua vez, a União Europeia, em Maio de 2006, publicou uma directiva (2006/43/CE) com o objectivo de regulamentar a actividade de auditoria nos vários países membros, de forma a garantir a sua qualidade.

1.2 Objectivos e Motivações da Gestão de Resultados

“Like taking heroin, manning the helm of an overvalued company feels great at first. If you are the CEO or CFO, you’re on TV, investors love you, options are going through the roof, and capital markets are wide open. But as heroin users learn, massive pain lies ahead.”

Michael Jensen (2004, p. 4)

1.2.1 Relacionados com o Mercado de Capitais

A importância da informação financeira nos mercados de capitais leva a que, como se referiu no ponto anterior a título introdutório, os gestores giram os resultados de forma a influenciar os preços das acções. O desejo de influência dessas cotações, por sua vez, deriva do objectivo de alcançar sucesso em determinadas operações financeiras. Por exemplo, as empresas receberão encaixes financeiros mais elevados quanto maiores forem os preços a que colocam as suas acções em aumentos de capital por subscrição pública, os quais por sua vez serão tanto mais elevados quanto maior a cotação das acções já existentes em mercado secundário.

Neste ponto será desenvolvido o tema, apresentando algumas das operações do mercado de capitais que podem estar subjacentes a esse intuito, e reportando evidência sobre a sua prática.

Aumentos de Capital

Para as empresas emitentes, como já referido, quanto mais elevada for a cotação no momento de realizar um aumento de capital melhor, pois conseguem maximizar o respectivo encaixe financeiro. Assim, os gestores têm interesse em gerir resultados de modo a que o preço das acções suba. Tendo em vista obter evidência sobre esta prática, Rangan et al. (1998) e Teo et al. (1998) analisaram os níveis de gestão de resultados antes de aumentos de capital e concluíram que há uma tendência para as empresas gerirem os resultados de forma a sobrevalorizarem as cotações das suas acções.

Initial Public Offerings (IPO)

Nos casos de IPO as motivações dos gestores são em tudo idênticas à dos casos de aumentos de capital. Existe, porém, uma agravante que é a acrescida assimetria de informação entre quem vai vender o capital e quem o vai comprar. Esta resulta do facto de a empresa não ser muito conhecida dos investidores, dado que não tem historial nos mercados accionistas.

Em sustentação desta motivação, Teoh et al. (1998) constataram que os *accruals discricionários* atingiram níveis muito elevados representando 4% a 5% do total dos activos e que cerca de 12% das empresas fizeram gestão de resultados. Esta evidência sustenta a tese da existência de gestão de resultados antes de uma operação de IPO.

O estudo referenciado no parágrafo anterior sustenta ainda que as empresas que recorrem à gestão de resultados têm um forte incentivo para o continuar a fazer após a operação, uma vez que o mercado penaliza fortemente as empresas que apresentam resultados abaixo das expectativas criadas aquando de um IPO. No entanto, o risco da continuação dessa prática é elevado, uma vez que quando o mercado detecta este tipo de situações penaliza fortemente as cotações (Foster, 1979; Sloan, 1995; Dechow et al., 1996; Xie, 1998).

Fusões e Aquisições

No âmbito das fusões e aquisições, a literatura refere que as empresas adquirentes quando pretendem pagar com acções têm um incentivo para gerir resultados. O seu objectivo é fazer com que preço das acções aumente comparativamente ao preço das acções da outra parte, para que o número de acções a oferecer como pagamento seja o mais baixo possível e a aquisição fique mais barata.

Neste contexto, Erickson e Wang (1999) investigaram se os níveis de *earnings management* aumentavam no período pré-fusão da empresa adquirente (nos casos em que a contrapartida consiste na entrega de acções da empresa adquirente), e concluíram que tal ocorria.

Stock-Splits

A evidência reportada por Louis e Robinson (2005) de que nos períodos que antecedem um *stock-split* há níveis de *accruals* anormais e estes estão positivamente correlacionados com retornos anormais derivados de *stock-splits*. Esta relação tem a ver com o facto de o mercado os interpretar como um sinal de optimismo dos gestores.

Relatórios de Análise Financeira

Um outro incentivo para a manipulação de resultados documentado na literatura tem a ver com a vontade dos gestores em ir de encontro às expectativas dos analistas financeiros. Para Jensen (2004) as empresas que não atinjam essas expectativas vêm a sua cotação cair, em média, 5,05%⁴. Pelo contrário, caso os resultados superem os resultados esperados pelos analistas a cotação aumenta, em média, 5,5%. Assim, os gestores são fortemente incentivados a superarem as previsões dos analistas, nem que para isso seja necessário manipular, ano após ano, a informação divulgada ao mercado.

Ainda de acordo com Jensen (2004), esta necessidade constante de atingir ou superar expectativas leva a que os gestores pratiquem o *earnings management* (nas suas várias versões, incluindo a manipulação fraudulenta), reportando resultados que não são sustentados pela performance da empresa. Este fenómeno, na opinião do mesmo autor, leva a uma sobrevalorização das acções, dando origem a bolhas especulativas, que eclodem no momento em que a prática de gestão de resultados não pode continuar a ser prosseguida, e a verdadeira situação financeira da empresa tem de ser reportada. O (bem conhecido) caso Enron e a crise bolsista dos anos 2000 afiguram-se paradigmáticos destas situações. Note-se que os gestores têm interesse em não defraudar os analistas, não só para não sofrerem danos no seu prestígio, mas igualmente pelo facto de frequentemente grande parte da sua remuneração ser variável e depender da evolução da cotação bolsista da empresa.

Há vários outros estudos que suportam este argumento (Burgstahler et al., 1998; Cheng e Warfield, 2005). Cheng e Warfield (2005), por exemplo, além de constatarem que os

⁴ Jensen baseia-se nos dados do estudo de Skinner e Sloan (2002) “*Earnings Surprises, Growth Expectations, and Stock Returns or Don’t Let an Earnings Torpedo Sink Your Portfolio*”, *Review of Accounting Studies*, Vol.7, N° 2-3: pp 289-312.

gestores gerem os resultados de forma a atingirem ou superarem as expectativas dos analistas, sustentam que este fenómeno ganha maior incidência quando tais gestores se apropriam de ganhos associados ao aumento do valor das acções (por exemplo, através de mecanismos de *stock options*).

1.2.2 Relacionados com Posições Contratuais

“Accounting data is used to help monitor and regulate the contractual relations between many of the firm’s stakeholders”.

Healy e Wahlen (1999, p. 18)

A contabilidade desempenha um papel central na monitorização e controlo das relações entre os vários *stakeholders* da empresa (Healy e Wahlen, 1999). Estas relações são reguladas por contratos (vg, contratos de dívida e de remuneração dos gestores), que se baseiam nos dados financeiros da empresa. A gestão de resultados, como melhor se sustentará ao longo dos próximos parágrafos, visa frequentemente atingir objectivos relacionados com esses contratos.

Assim, por exemplo, as empresas podem estar interessadas em mostrar resultados mais elevados que os reais, para evitar o desencadeamento de cláusulas de *default* incluídas em contratos de empréstimo. De igual modo, ainda como exemplo, os gestores cuja remuneração dependa directamente dos resultados contabilísticos estarão interessados em aumentar esses resultados (ainda que artificialmente) em ordem a maximizar a remuneração percebida.

Contratos de Dívida

A dívida das empresas é, por norma, formalizada em contratos escritos que a regulam e que em muitos casos impõem certo tipo de restrições à empresa - *covenants*⁵. O desencadeamento destas cláusulas está associado à informação financeira, já que estas

⁵ As *covenants* são cláusulas estabelecidas nos contratos de dívida que têm como objectivo garantir que o risco financeiro da empresa não se altera, dado que caso isso aconteça (regra geral) a empresa terá que reembolsar de imediato o montante em dívida.

se baseiam em rácios/indicadores financeiros. Assim, os gestores podem ser incentivados a gerir os resultados de forma a evitarem as penalizações previstas nos *covenants*.

A evidência de que as empresas gerem resultados para cumprir as *covenants* quando apresentam dificuldades financeiras é mista. Beneish e Press. (1993) e DeAngelo et al. (1994) não detectaram indícios dessa prática. Pelo contrário, Sweeney (1994), Defond e Jiambalvo (1994) e Dichev e Skinner (2002) reportam evidência de gestão de resultados com vista ao cumprimento das *covenants*.

Por fim, Holthausen (1981), Healey e Palepu. (1990) e DeAngelo et al. (1994) concluíram não haver evidência de que as empresas que estão na iminência de violar *covenants* associadas a dividendos alterem os seus métodos contabilísticos de forma a não comprometer a remuneração aos accionistas nem violar as *covenants*.

Contratos de Remuneração dos Gestores

A relação entre accionistas e gestores assenta em alguns mecanismos contratuais. São disso exemplo, as compensações atribuídas aos gestores através de bónus e/ou stock-options cujas condições por norma são contratualizadas. Os proveitos financeiros recebidos pelos gestores em execução de contratos de *stock-options* dependem da cotação das acções na data do exercício das opções. Donde, os gestores têm um forte incentivo em gerir os resultados para influenciar as cotações na proximidade de tais datas de forma a maximizar os ganhos obtidos com o seu exercício.

A literatura tem-se debruçado sobre este tema e há vários estudos a testar esta hipótese. Healy (1985), Gaver et. al. (1995) e Holthausen et al. (1995) reportam evidência que suporta a hipótese de gestão de resultados visando a satisfação dos interesses dos gestores. No mesmo sentido, Bergstresser e Philippon (2006) referem que o uso das *stock-options* como forma de reduzir os custos de agência - pois o seu uso permitiria o alinhamento de interesses dos gestores e accionistas - acabou por ter um efeito perverso, uma vez que estes manipularam os resultados para maximizarem os seus ganhos nas opções, em vez de estarem focalizados na maximização do valor para o accionista.

Cohen et al. (2005), por sua vez, concluem que quer as *stocks-options* quer os bónus anuais são variáveis explicativas do nível dos *earnings management*. Ou seja, os gestores gerem os resultados de forma a maximizarem os ganhos decorrentes dos mecanismos de bónus/*stock options*. Cheng e Warfield (2005) concluíram no mesmo sentido e reportam que tal é especialmente verdade se os gestores conseguirem obter ganhos no curto prazo.

Donde, ao contrário da evidência mista encontrada para a gestão de resultados motivada pelo cumprimento de cláusulas incluídas em contratos de dívida, a evidência respeitante aos motivos determinados pelos contratos de remuneração aponta de forma inequívoca no sentido da sustentação da hipótese de gestão de resultados visando a satisfação dos interesses próprios dos gestores.

1.2.3 Regulação

Os mercados onde as empresas operam são, frequentemente, regulados por entidades que monitorizam a sua actividade. Tanto o cumprimento formal das normas a que as empresas estão sujeitas, como a influência das decisões das autoridades de regulação são incentivos à gestão dos resultados. Assim, por exemplo, as empresas tenderão a empolar artificialmente os seus custos operacionais em ordem a convencer as autoridades reguladoras a admitir a prática de tarifas mais elevadas.

Esta motivação assume particular importância em sectores regulados. É esse o caso do sector financeiro e dos sectores das chamadas *utilities* (de que são exemplos o abastecimento de energia eléctrica e de água, as telecomunicações e os transportes). Um dos objectivos fundamentais da regulação do sector financeiro é assegurar a solvabilidade das instituições que nele actuam, de modo a preservar a confiança dos investidores em todo o sistema. Já no que respeita à regulação dos sectores produtivos não financeiros, por norma, visa-se evitar que as empresas em causa abusem do seu poder de mercado praticando preços acima do seu custo marginal. Num outro plano, a regulação económica visa também evitar a concentração excessiva de modo a assegurar níveis mínimos de concorrência que impeçam as empresas de ter demasiado poder de mercado.

Em termos de sustentação empírica deste tipo de motivação, Moyer (1990), Scholes et al. (1990), Beatty et al. (1995) e Collins et al. (1995) constataram que quando o rácio de solvência dos bancos se encontra perto do valor mínimo imposto por lei, há uma tendência acrescida para a gestão de resultados, de modo a evitar advertência das autoridades competentes.

A literatura dá também muito relevo às motivações *anti-trust*, ou seja ao cumprimento das regras da concorrência. Neste âmbito, Caham (1992) concluiu que as empresas que estavam sobre investigação por não cumprimento das regras de concorrência, evidenciaram nos anos seguintes uma diminuição do nível dos *earnings management*, pelo que pressupostamente em períodos anteriores a essas investigações os resultados eram geridos. Jones (1991) e Key (1997), entre outros, chegaram a conclusões semelhantes.

Pode, pois, concluir-se que a literatura aponta no sentido de a gestão de resultados ter motivações de natureza regulatória ser efectiva e não meramente potencial. Healey e Wahlen (1999), porém, clama por estudos adicionais, uma vez que na sua óptica ainda não se conseguiu provar se estes comportamentos são raros ou comuns em certos sectores de actividade.

1.2.4 Insider Trading

O *insider trading* consiste na realização de transacções sobre valores mobiliários por parte de agentes económicos (ditos *insiders*) que dispõem de informação privilegiada face aos demais. Assim, por exemplo, antes da divulgação de qualquer informação que tenha impacto sobre o preço (*price sensitive information*) as pessoas que possuem essa informação têm informação privilegiada face aos investidores que actuam em bolsa. A posse dessa informação coloca os *insiders* em condições de poderem obter lucros mediante a realização de transacções (compras antes da divulgação de informação positiva e vendas antes da divulgação de informação negativa). A generalidade das legislações impede a prática deste tipo de transacções e na União Europeia essa prática é proibida pela chamada Directiva do Abuso de Mercado.

A hipótese de que a gestão de resultados pode ter por motivo proporcionar a realização de operações de *insider trading* é sustentada por Beneish (2001), que concluiu que os gestores das empresas que violam os GAAP têm uma propensão acrescida para vender as suas acções enquanto estas se encontram sobreavaliadas.

1.3 Teorias Explicativas da Gestão de Resultados

Uma vez apresentado o conceito de gestão de resultados e explicitada a sua importância é necessário fazer o balanço do debate sobre as duas teorias que explicam este fenómeno. Trata-se das já referidas *teoria da sinalização*, enunciada por Holthausen e Leftwich (1983), e *teoria agência*, de que se pode apontar como trabalho de referência Jensen e Meckling (1976). É isso que se procurará fazer na presente secção.

1.3.1 Teoria da Sinalização

A teoria da sinalização foi pela primeira vez evocada por Holthausen e Leftwich (1983), referindo que as empresas (através da gestão dos resultados) podem revelar aos investidores sinais que induzem à reformulação de expectativas sobre os seus *cash-flows* futuros.

À luz desta teoria, a discricionariedade de que gozam os titulares dos órgãos de administração das empresas na quantificação e divulgação dos resultados pode ser benéfica, uma vez que a informação prestada ao mercado (via gestão de resultados) reduz a assimetria de informação. Assim, há um valor intrínseco associado ao anúncio de resultados “geridos”. O corolário deste argumento é que deve existir uma relação positiva entre um maior nível de *earnings management* e o valor da empresa. Por outro lado, a divulgação de informação privada reduz a assimetria de informação e por consequência os custos de agência também diminuem.

Na mesma linha, Arya et al. (2003) referem que os accionistas podem ser prejudicados se os gestores não dispuserem de informação privilegiada, pois iriam restringir certo tipo de comportamentos positivos para a empresa. O aumento exagerado da transparência é negativo. Para ilustrar o seu raciocínio os autores referem que, no limite, de modo a reduzir a assimetria de informação, se instalariam câmaras de filmar nos gabinetes da empresa, inibindo dessa forma os comportamentos dos gestores em manifesto prejuízo dos accionistas. Assim, para estes autores a prática de *earnings management*, dentro de certos limites, é benéfica na medida em que promove a tomada de decisões eficientes.

A divulgação de informação privilegiada através de *earnings management* é suportada por vários estudos empíricos. Subrahmanyam (1996), por exemplo, testa se o mercado valoriza os “*discretionary accruals*”. O autor conclui que o mercado, em média, valoriza estas informações, o que se pode dever ao facto de os investidores considerarem que as expectativas dos gestores que se manifestam através dos resultados têm valor económico. Além disso, o autor encontra evidência que suporta a hipótese de que os “*discretionary accruals*” acrescentam informação, permitindo uma melhor previsão dos *cash-flows* futuros, em detrimento da tese de que o comportamento dos gestores é meramente oportunista. Este estudo conclui, pois, que os gestores usam os reportes financeiros para comunicar, através dos *earnings management*, nova informação relevante ao mercado.

Os *earnings management* associados a *stock-splits* são entendidos como exemplos de situações aproveitadas pelo gestor para emitir um sinal claro de optimismo em relação à performance da empresa. Neste contexto, Louis e Robinson (2005) concluem que os *accruals* estão positivamente relacionados com retornos anormais quando é anunciado um *stock split*. Para o autor esta conclusão exprime que o sinal que é emitido ao mercado é positivo, e que nada tem a ver com comportamentos oportunistas.

Para Jiraporn et al. (2006) se os *earnings management* são a expressão de comportamentos oportunistas, será de esperar que as empresas que apresentam maiores custos de agência tenham níveis acrescidos de gestão de resultados. Porém, a relação encontrada por estes autores foi contrária a esta preposição. Este estudo revelou ainda que há uma relação positiva entre os níveis de gestão de resultados e o valor da empresa, levando os autores a concluir que a sua prática não é prejudicial aos accionistas.

1.3.2 Teoria da Agência

Esta teoria preconiza que os gestores (agentes) agindo em nome dos accionistas (principais) nem sempre tomam as decisões no melhor interesse destes, dado que as suas funções objectivo podem ser distintas. Os gestores podem adoptar comportamentos que maximizem o seu bem-estar em vez do valor da empresa, impondo dessa forma custos de agência aos accionistas (Jensen e Meckling, 1976).

De forma a minimizar os comportamentos contrários à maximização do valor da empresa, são frequentemente estabelecidos contratos para incentivar/condicionar a actuação dos gestores. Estes contratos visam alinhar os interesses dos agentes com os interesses dos principais. Tais contratos são usualmente baseados em informação contabilística/financeira, o que é desde logo uma motivação para os administradores das empresas potencialmente gerirem os resultados de forma a maximizarem o seu bem-estar (Warfield et al. 1995).

Existem vários estudos que suportam o argumento de que os gestores efectivamente gerem os resultados para seu próprio benefício. Por exemplo, Healey (1985) e Holthausen et al. (1995) concluíram que os gestores diminuem a gestão de resultados quando atingem o máximo nas suas remunerações variáveis. A razão tem a ver com o facto de que os gestores já não conseguem obter mais benefícios com o incremento dos níveis de accruals.

No mesmo sentido, Sloan (1991) concluiu que os gestores nos últimos anos de actividade têm tendência para reduzir os gastos em investigação e desenvolvimento, de forma a melhorarem os resultados. O impacto (negativo) desta prática sentir-se-á em anos subsequentes, quando esses gestores já não têm responsabilidades na empresa.

É com base na teoria da agência que Jensen (2004) explica, nos termos já anteriormente referidos, os escândalos ocorridos nos finais dos anos 90 e as suas consequências ao nível da especulação bolsista.

A sobrevalorização das empresas acarreta grandes perigos, pois agudiza os custos de agência e leva a uma significativa destruição de valor. Os gestores quando se apercebem desta sobrevalorização poderiam denunciá-la ao mercado, provocando um movimento de correcção dos preços. Porém, os gestores não têm incentivo a proceder dessa forma. Pelo contrário, têm interesse em gerir os resultados para que estes sustentem as cotações. Esta escalada do preço das acções traz prestígio ao gestor, além de maximizar os seus bónus que dependem da performance. Este fenómeno é a principal origem dos perigos para os investidores, dado que as suas decisões estão baseadas em falsas expectativas, pois as performances apresentadas não são sustentadas pela realidade das empresas. Donde, Jensen (2004) argumenta que os gestores são pagos não pelo que fazem, mas sim pelos objectivos que alcançam, levando a que quer os resultados, quer os objectivos (delineados no orçamentos das empresas) sejam geridos ou mesmo manipulados para irem ao encontro das expectativas de mercado.

A não divulgação de resultados compatíveis com as cotações prejudica a sua reputação e coloca o seu emprego em causa devido à existência de um mercado de gestores. Esta situação assume contornos mais significativos quando a sobrevalorização afecta o mercado ou uma indústria como um todo, pois agudiza o efeito reputação.

Cheng e Warfield. (2005) reportam evidência empírica que suporta estes argumentos, uma vez que os gestores vendem as suas acções no ano seguinte ao anúncio de resultados⁶. Esta atitude sustenta a ideia de que os gestores têm noção do empolamento dos resultados reportados e da sobreavaliação das cotações que esse empolamento proporciona ou agrava.

Ainda em sustentação da perspectiva baseada na teoria da agência, Cohen et al. (2005) compararam os níveis de *earnings management* antes e pós-SOX, concluindo que no período pré-SOX esses níveis aumentaram de forma muito significativa. Além disso, a remuneração dos gestores explicava este aumento da gestão de resultados.

Ainda neste âmbito Kothari et al. (2006) investigaram se as empresas sobreavaliadas

⁶ Este estudo tem em conta que os gestores têm objectivos anuais que correspondem ao ano fiscal.

eram as que apresentavam maiores índices de *earnings management* de forma a sustentar as expectativas e os preços das acções. O estudo concluiu que as empresas que exibem maiores níveis de *accruals*, fruto de aumentos de resultados, apresentam um retorno anormal positivo. Dado que estas performances são impossíveis de manter indefinidamente, em anos subsequentes essas empresas começam a apresentar uma sub-performance. Esta evidência suporta os argumentos anteriormente apresentados, uma vez que, são as empresas com rentabilidades anormais (positivas) que apresentam maiores indícios de manipulação de resultados.

1.4 Consequências e Importância da Gestão de Resultados

“The SEC is no uncertain terms to a serious, high-priority attack on earnings management”.

Arthur Levitt (Loomis, 1999, p. 76)

“Indeed, earnings management has been considered an integral part of every top manager’s job”.

Michael Jensen (2004, p. 3)

As fraudes contabilísticas registadas em empresas norte-americanas e europeias no início do século XXI vieram lançar o debate sobre que medidas tomar de modo a melhorar a qualidade da informação prestada ao mercado.

Em Outubro de 2001, foi descoberto que a Enron não só omitiu dívida no montante de um bilião de dólares, como inflacionou as suas vendas. Os gestores de topo da empresa foram criminalmente condenados, a empresa faliu e a Arthur Andersen que auditava a Enron à data foi penalizada por esconder/eliminar registos contabilísticos e acabou igualmente por desaparecer.

No decorrer do ano 2002, veio a público que outras empresas como a AOL Time Warner, a Bristol-Myers Squibb, a Duke Energy, a El Paso, a Global Crossing, a Homestore.com e a Merck tinham inflacionado as suas receitas.⁷

É neste contexto de escândalos sucessivos que o mercado accionista começa a entrar em queda e estas revelações são, para alguns, as suas principais causas (Browning e Weil, 2002), a qual expressa uma perda de confiança dos investidores nos mercados financeiros (Jain et al. 2003). Além da quebra significativa do preço das acções nos mercados bolsistas, o *rating* associado a dívida também se deteriorou, o que levou algumas empresas a situações de falência (Agrawal e Candha, 2005).

A onda de escândalos e a necessidade de intervenção das autoridades veio revelar que o mercado não conseguia só por si encontrar mecanismos para minimizar de forma eficaz

⁷ No Anexo 1 encontram-se informações detalhadas sobre as empresas envolvidas em escândalos no início do corrente século.

os problemas de agência, e que algumas empresas manipulavam a sua contabilidade de forma a melhorar o seu desempenho bolsista.

Perante este cenário, as autoridades norte-americanas resolveram tomar medidas para garantir o bom funcionamento dos mercados e restaurar a confiança dos investidores. É neste contexto que surge, em Julho de 2002, o já referido SOX, que tinha como objectivo melhorar a *corporate governance* e assegurar a qualidade dos reportes financeiros. Para isso procurou garantir a qualidade das auditorias/auditores e criar um organismo de acompanhamento por forma a obter uma maior eficácia no cumprimento das regras que regulam os mercados accionistas.

É ainda neste contexto que os *earnings management* ganham uma acrescida relevância, nomeadamente na consistência e veracidade da informação prestada ao mercado pelo reportes financeiros, por força da importância que a informação financeira e contabilística tem para diferenciar as performances económico-financeiras das empresas de forma fiável, caso contrário os reportes financeiros perdem o seu valor (Healy e Wahlen, 1999).

A gestão de resultados tem implicações ao nível da eficiência dos mercados. Xie et al. (2001), por exemplo, referem que a própria eficiência de mercado pode estar em causa na presença de *earnings management*, uma vez que a eficiência se baseia na informação que as empresas prestam ao mercado, caso esta não seja a verdadeira, o mercado avaliará incorrectamente os activos. O facto de a gestão de resultados adulterar a real performance da empresa, irá levar a que os investidores/accionistas tomem decisões erradas, traduzindo-se tal facto em custos de agência acrescidos.

Outro aspecto onde surge patente a importância dos *earnings management* é na relação entre gestores e accionistas, uma vez que, como já referido, muitas vezes é através de contratos baseados em dados contabilísticos que os accionistas restringem e promovem certos tipos de comportamentos dos gestores. Assim, a gestão dos resultados pode levar a que os gestores saiam beneficiados em termos de remuneração, prejudicando os accionistas. Donde, poderá dar-se o caso de tais contratos se consubstanciarem de facto

em incremento dos custos de agência, quando com a sua celebração se pretendia pelo contrário obter o alinhamento de interesses entre os gestores e os accionistas.

Este raciocínio pode ser alargado a outros *stakeholders*, como é o caso dos bancos ou dos obrigacionistas, que determinam o nível de risco da empresa associado aos seus empréstimos através dos reportes financeiros, pelo que aqui também há incentivo por parte dos accionistas e gestores em manipularem resultados por forma a não alterarem o nível de risco da empresa, uma vez que se o perfil de risco é alterado, há lugar a revisão dos prémios de risco o que leva a um aumento do custo médio ponderado do capital, implicando uma perda de valor da empresa. Além disso, estas violações são mal recebidas pelo mercado, o que leva a uma quebra adicional nas cotações.

1.5 Formas de Minimizar o Impacto da Gestão de Resultados

Os escândalos que abalaram *Wall Street* no final dos anos 90 e início do século XXI, fruto de práticas contabilísticas, umas vezes fraudulentas, outras apenas menos correctas, mas apenas possíveis pela conivência de vários actores no mercado, veio revelar que os instrumentos de fiscalização e controlo dos gestores não são totalmente eficazes (Jain et al., 2003; Jensen, 2004; Cohen et al., 2005). Afiguram-se, pois, necessárias novas medidas (designadamente no âmbito da *corporate governance*) adequadas à realidade das empresas e dos mercados que evitem novas situações como as anteriormente descritas.

A SOX é, neste contexto, das medidas mais emblemáticas já tomadas. Além disso, a SEC, desde Março de 2003, obriga as empresas cotadas a ter um elemento com conhecimentos contabilísticos/financeiros (ACFE - *Audit Committe Financial Expert*), bem como a que o seu nome seja divulgado ao mercado.

A União Europeia, por sua vez, aprovou uma directiva (2006/43/CE) com o objectivo de regular a actividade de auditoria (17 de Maio de 2006). Esta directiva vem regular a actividade de auditoria através do controlo de qualidade do serviço que estas prestam e estabelecer regimes sancionatórios aos profissionais desta actividade. Há, no entanto, que referir que o aspecto mais inovador desta directiva se prende com a criação de um sistema de supervisão pública dos auditores, em que este organismo é gerido por uma maioria de não profissionais de auditoria.⁸ A União Europeia pretende, desta forma, garantir a independência dos auditores.

As autoridades, nomeadamente norte-americanas e Europeias, vieram introduzir novas medidas de *corporate governance* dando uma ênfase significativa à importância de administradores não executivos, à composição dos comités de auditoria e à relação entre as empresas e os seus auditores.

⁸Ante projecto de diploma criação do conselho nacional de supervisão de auditoria, o qual se encontra em discussão pública desde de Novembro de 2007.

A importância de administradores independentes (usualmente administradores não executivos e externos à estrutura profissional da empresa) tem vindo a ser referenciada como um mecanismo de *corporate governance* que potencialmente leva a que os gestores se centrem na maximização do valor para os accionistas. Fama (1980) e Fama e Jensen (1983) argumentam que essa capacidade efectiva de controlo que estes “*outsiders directors*” detêm está relacionada com o facto de não quererem perder a sua reputação. Xie et al. (2003) constataram que quanto maior fosse a experiência profissional desses “*outsiders*” na área financeira mais eficaz era o mecanismo de controlo sobre os gestores, dado que essas empresas apresentavam menores níveis de *earnings management*.

Klein (2002), por sua vez, analisou o impacto da estrutura da administração nos *earnings management* em empresas cotadas no NYSE e no NASDAQ, concluindo que quanto maior for a independência do órgão de auditoria, menores são os níveis de gestão de resultados. Xie et al. (2003) e Beasley (1996) apresentaram conclusões equivalentes, no que diz respeito ao efeito associado à independência da comissão de auditoria.

Também Agrawal e Chadha (2005) concluíram que a probabilidade de manipulação da informação financeira das empresas norte-americanas é menor quando na comissão de auditoria está presente pelo menos um elemento com experiência na área financeira/contabilística. Por outro lado, esta manipulação é mais acentuada quando o CEO (*Chief executive officer*) pertence à família que fundou a empresa. A importância da inclusão de elementos com experiência na área financeira/contabilística como factor de reforço da qualidade da informação reportada surge, pois, reforçada por este estudo.

Peasnell et al. (2005) analisando empresas britânicas concluíram que quanto maior for o grau de independência dos “*outside directors*” menores são os níveis de *earnings management*. No entanto, não conseguem encontrar evidência de que a existência de uma comissão de auditoria influencie os níveis de *earnings management*. Ainda neste âmbito, segundo Klein (2002), quanto maior for a independência e experiência na área dos seus membros, maior será o controlo efectivo sobre os gestores e mais

“verdadeiras” serão as informações financeiras reportadas ao mercado.

Por sua vez, Carcello et al. (2006) evidenciam uma relação negativa entre os níveis de *earnings management* e a presença no órgão de auditoria de um ACFE, e que quanto maior o grau de independência mais eficaz se torna a sua acção. Esta conclusão só é verdadeira para empresas em que os índices de *corporate governance* são baixos. Os autores concluem que um bom sistema de *corporate governance* é substituto de um ACFE.

Num outro âmbito, Cornett et al. (2006) constataram que a gestão de resultados é menor quando há maior fiscalização da gestão por parte de investidores institucionais e quando estes estão presentes na administração. Além disso, quando se está na presença de directores não executivos independentes, os níveis de manipulação de resultados diminuem.

Por fim, Osma e Noguera (2007) realizaram um estudo referente a empresas espanholas em que relacionam o *corporate governance* com os *earnings management* e constataram que a presença de investidores institucionais está associada a um menor nível de manipulação de resultados. Ao contrário do esperado, porém, verifica-se uma relação positiva entre os *earnings management* e o número de executivos independentes.

1.6 Como Medir a Gestão de Resultados

1.6.1 O Conceito de Accrual

É através do conceito de *accrual* que usualmente se mede a gestão de resultados. Dechow (1994) e Dechow et al. (1995) referem que os futuros cash-flows são melhor evidenciados pelos *accruals*, uma vez que como estão associados ao ciclo de produção da empresa reflectem mais rapidamente as entradas e as saídas de dinheiro. Todavia, os *accruals* são influenciáveis pelos gestores, pois estes dispõem de algumas formas de “controlar” a gestão do fundo de maneiio, o que os transforma numa boa *proxy* para aferir o nível de gestão de resultados.

Os *accruals* (*Total Accruals*) correspondem à variação de fundo de maneiio, incluindo as amortizações do período (Moreira, 2006). Estes podem ser subdivididos em:

- i) *Accruals* não discricionários (NDA), que correspondem à componente explicada pela performance real da empresa.
- ii) *Accruals* discricionários (DA), que correspondem à componente que não resulta da actividade real da empresa, sendo por isso interpretados como manifestações de actos de gestão de resultados.

Em termos algébricos pode-se escrever:

$$TA = NDA + DA \quad [1.1]$$

Na generalidade dos estudos em que é necessário medir a gestão de resultados utilizam-se os *accruals* discricionários para esse efeito. Assim, quando se estabelece a relação entre os *accruals* e a gestão de resultados, implicitamente está-se a falar dos *accruals* discricionários. Em concreto, quanto mais elevados os *accruals* discricionários mais intensa é (pressupostamente) a prática de gestão de resultados.

1.6.2 Accruals Totais (TA)

A fórmula usualmente usada para se obter os *accruals* totais é a seguinte:

$$TA_t = \frac{\text{Resultado Operacional}_t - \text{Cash Flow Operacional}_t}{\text{Total do Activo}_{t-1}} \quad [1.2]$$

Os Total Accruals correspondem à variação do fundo de maneio incluindo as amortizações do período.

Uma forma alternativa para determinar os *accruals* é:

$$TA_t = \frac{\Delta AC_t - \Delta PC_t - \Delta \text{Disponibilidades}_t + \Delta \text{Dívida}_t - \text{Amortizações}_t}{\text{Total do Activo}_{t-1}} \quad [1.3]$$

Em que:

ΔAC_t = Variação dos activos correntes⁹;

ΔPC_t = Variação dos passivos correntes¹⁰.

As equações [1.2] e [1.3] são equivalentes, pelo que é indiferente a sua utilização para determinar os Total *Accruals* (eg. Dechow et al 1995).

1.6.3 Accruals Não Discricionários (NDA)

Os *accruals não discricionários* são determinados pela actividade da empresa e correspondem à componente não influenciável pelos gestores, mas não são directamente observados a partir dos documentos contabilísticos divulgados pela empresa. Apenas os *accruals totais* podem ser directamente mensurados a partir das peças de reporte financeiro. Importa, por isso, adoptar metodologias que permitam decompor os *accruals totais* nas componentes discricionárias e não discricionárias. Para isso, torna-se necessário construir modelos que expliquem e quantifiquem os *accruals não*

⁹ Isto é, activos que sejam vendidos ou consumidos no decurso normal do ciclo operacional ou que sejam detido essencialmente com a finalidade de serem negociados ou realizados no prazo máximo de um ano.

¹⁰ Isto é, passivos que seja liquidados no decurso normal do ciclo operacional ou que sejam liquidados num prazo até um ano.

discricionários, de modo a por diferença se obterem os *accruals discricionários*. Desde os anos 80, altura em que se publicaram os primeiros estudos na área da gestão de resultados, que têm vindo a ser propostos modelos para este fim na literatura.

Dechow et al. (1995) sintetizam e comparam os vários modelos sugeridos até à data da realização do estudo. O modelo pioneiro foi proposto por Healey (1985) e traduz da seguinte forma:

$$NDA_{\tau} = \frac{\sum_t TA_t}{T} \quad [1.4]$$

Em que:

NDA = *Accruals* não discricionários estimados;

TA = *Accruals* totais;

$t = 1, 2, \dots, T$ são os períodos incluídos na estimação;

τ = Ano da ocorrência de um determinado evento.

A aproximação de Healey (1985) traduz-se, pois, em estimar os *NDA* de um dado ano com base na média aritmética simples dos *TA* registados num dado período de estimação.

Porém, esta metodologia igualmente tem por base a comparação de três amostras. Na primeira, encontram-se as empresas que teoricamente devem gerir resultados para cima. Na segunda, incluem-se as empresas que presumivelmente gerem para baixo. Por fim, a terceira sub amostra respeita às empresas que teoricamente não têm motivações para fazer gestão de resultados.

Uma vez determinada a média dos *TA* para cada uma das três amostras com base na equação [1.4] é feita uma comparação das médias calculadas antes e após um determinado evento. Tenta-se, assim, averiguar uma possível alteração de comportamento das empresas fruto desse acontecimento.

Uma metodologia alternativa foi proposta por DeAngelo (1986). Trata-se, neste caso, de estimar os *DA* como correspondendo à variação dos *TA* face ao ano antecedente. Em

concreto, essa metodologia pode exprimir-se da seguinte forma:

$$NDA_{\tau} = TA_{\tau-1} \quad [1.5]$$

Em que:

NDA = Accruals não discricionários estimados;

TA = Accruals totais;

τ = Ano da ocorrência de um determinado evento.

Este modelo é visto como um caso particular do de Healey (1985). Os dois modelos usam a mesma *proxy*, isto é, os *accruals* totais são a *proxy* de estimação dos *accruals* não discricionários. Ambos os modelos pressupõem que os *accruals* não discricionários são constantes ao longo do tempo, pois só assim é possível captar a variação dos *accruals* discricionários. Por outro lado, ambos os modelos exigem que os *accruals* discricionários tenham média nula para que sua estimação não seja enviesada. Além disso, estes dois modelos não têm em consideração que certas circunstâncias económicas podem influenciar os níveis de *accruals* não discricionários, pelo que se podem estar a omitir variáveis relevantes para a determinação do nível de gestão de resultados.

Se os *accruals* não discricionários seguirem um passeio aleatório¹¹ em torno de uma determinada média, o modelo de DeAngelo (1986) é o mais apropriado. Na hipótese de os *accruals* seguirem um processo de “ruído branco”¹² o modelo de Healey (1985) é o mais indicado. A evidência empírica sustenta primordialmente a hipótese de existência de “ruído branco” (Dechow, 1994).

Tentando ultrapassar as limitações apontadas a estes modelos, Jones (1991) propôs um modelo em que não tem como pressuposto que os *accruals* não discricionários sejam constantes ao longo do tempo. A autora construiu um modelo em que há variáveis que explicam o comportamento dos *accruals* não discricionários. Em concreto, o seu modelo é sintetizado pela seguinte equação:

¹¹ Uma variável segue um passeio aleatório quando o sentido da sua variação é desconhecido à partida.

¹² O termo “ruído branco” refere-se a uma série aleatória que é independente e identicamente distribuída com média nula e uma dada variância. O seu comportamento não pode ser previsto por qualquer processo de estimação.

$$NDA_t = \hat{\alpha}_1 \frac{1}{A_{t-1}} + \hat{\alpha}_2 \frac{\Delta REV_t}{A_{t-1}} + \hat{\alpha}_3 \frac{PPE_t}{A_{t-1}}, \quad [1.6]$$

onde ΔREV_t representa a variação das vendas (vendas mais prestações de serviços no período t menos vendas mais prestações de serviços no período t-1); PPE_t simboliza o activo corpóreo no final do período t; e A_{t-1} corresponde ao valor total do activo no final do período t-1.

A estimação de α_1 , α_2 e α_3 é feita pelo método OLS, pelo que adicionando um termo de perturbação aleatória, e substituindo as estimativas pelos verdadeiros coeficientes, o modelo pode ser apresentado alternativamente da seguinte forma:

$$TA_t = a_1 \frac{1}{A_{t-1}} + a_2 \frac{\Delta REV_t}{A_{t-1}} + a_3 \frac{PPE_t}{A_{t-1}} + v_t. \quad [1.7]$$

Este modelo tem a vantagem de considerar variáveis (vendas e activo corpóreo) que captam (pelo menos parcialmente) a especificidade de cada empresa. Porém, este modelo parte do pressuposto de que a gestão de resultados não é feita com recurso às vendas (a sua variação não depende da discricionariedade do gestor). Na realidade, todavia, é possível que haja empolamento da facturação por contrapartida das contas a receber para que o gestor atinja um determinado objectivo de vendas.

Para eliminar este problema Dechow et al. (1995) propuseram um modelo alternativo, usualmente denominado *Modified Jones Model*. Este outro modelo releva o problema da manipulação das vendas com impacto no fundo de maneo. Assim, na proposta de Dechow et al. (1995), os parâmetros são estimados com base a equação [1.7] e com base nesses resultados as vendas são ajustadas pelas contas líquidas a receber (tal como evidenciado na equação [1.8] apenas no ano em que ocorre um dado evento. Isto significa que só no ano em que ocorre um determinado acontecimento há discricionariedade dos gestores nas vendas a “crédito”.

$$NDA_t = \hat{\alpha}_1 \frac{1}{A_{t-1}} + \hat{\alpha}_2 \frac{(\Delta REV_t - \Delta REC_t)}{A_{t-1}} + \hat{\alpha}_3 \frac{PPE_t}{A_{t-1}}, \quad [1.8]$$

onde, além da notação já conhecida, ΔREC_t representa o valor das contas a receber líquidas no final do ano t .

Contudo, vários autores (e.g., Holthausen, 1995) referem que a variação das contas a receber não é fruto de gestão de resultado apenas no ano do evento, mas sim durante todo o período em análise, pelo que este ajustamento deve ser realizado em todos os anos em análise. No entanto, outros autores, têm em linha de conta as vendas deduzidas das contas líquidas a receber¹³ para a estimação dos NDA. É esse o caso de Holthausen e al. (1995), Kasznick (1999), Pincus and Rajgopal (2002), Cohen, et al. (2005), Kothari et al. (2005), Kothari et al. (2006), Carcello et al. (2006), e Goncharov e Zimmermann (2006). Sobre este procedimento do ajustamento ser realizado antes ou após a estimação Klein (2002) refere que as diferenças não são significativas em termos dos *accruals* obtidos.

A dedução da variação das contas a receber à variação das vendas visa, como é óbvio, imputar a variação das vendas a crédito à componente de *accruals* discricionários, assumido por isso que estas exprimem decisões do *management*.

O último modelo analisado por Dechow et al. (1995) é o denominado *Industry Model*, desenvolvido por Dechow e Sloan (1991) e que se expressa da seguinte forma:

$$NDA_t = \hat{\gamma}_1 + \hat{\gamma}_2 \text{median}_t(TA_t) \quad [1.9]$$

onde $\text{median}_t(TA_t)$ é a mediana dos *accruals* totais divididos pelo activo_{t-1} de todas as empresas não pertencentes à amostra, mas que são do mesmo sector de actividade.

Tal como o *Jones Model* e o *Modified Jones Model*, o *Industry Model* não assenta no pressuposto de que os *accruals* não discricionários são constantes. Porém, ao contrário

¹³ Significa que ao valor das vendas é deduzido as contas líquidas a receber e só depois é estimado o modelo.

daqueles outros modelos, não tenta identificar variáveis explicativas dos *accruals* não discricionários. Apenas assume que os factores que determinam os *accruals* não discricionários são comuns às empresas de um determinado sector de actividade. O *Industry Model* elimina as variações dos *accruals* não discricionários que são comuns a todas as empresas de um dado sector, mas não considera as especificidades da própria empresa que tenham impacto nos seus *accruals*.

Numa avaliação empírica destes modelos, Dechow et al. (1995) tentaram mensurar a frequência com que cada um dos modelos originava erros do tipo I (isto é, a rejeição da hipótese nula de que não há gestão de resultados, quando esta é verdadeira) e do tipo II (não rejeitar a hipótese nula quando esta é falsa). Este estudo concluiu que o *Modified Jones Model* apresenta uma capacidade explicativa superior aos outros modelos, pois foi o modelo para o qual foram detectados menos erros do tipo I e do tipo II.

A partir deste estudo passou a existir na literatura um amplo consenso de que o modelo mais adequado para a determinação dos *accruals* não discricionários é o *Modified Jones Model*.

Porém, desde o trabalho de Dechow et al. (1995), algumas novas variantes *Modified Jones Model* têm sido propostas.

O caso provavelmente mais proeminente é o de Kasznick (1999) que introduz naquele modelo mais uma variável explicativa dos *accruals* não discricionários: o *cash-flow operacional*. Esta inclusão tem por objectivo considerar a performance operacional da empresa entre as características de cada firma relevantes para explicar os *accruals* que não resultam de manobras de gestão de resultados. Esta variante exprime-se como se segue:

$$NDA_t = \hat{\alpha}_1 \frac{1}{A_{t-1}} + \hat{\alpha}_2 \frac{(\Delta REV_t - \Delta REC_t)}{A_{t-1}} + \hat{\alpha}_3 \frac{PPE_t}{A_{t-1}} + \hat{\alpha}_4 \frac{CFO_t}{A_{t-1}} \quad [1.10]$$

Cohen, et al. (2005) utilizam um terceiro modelo com mais uma variável: o *book-to-market-ratio* (BM). Desta vez, o objectivo é captar o efeito das potenciais oportunidades de crescimento sobre os *accruals*. Assim, este outro modelo é o seguinte:

$$NDA_t = \hat{\alpha}_1 \frac{1}{A_{t-1}} + \hat{\alpha}_2 \frac{(\Delta REV_t - \Delta REC_t)}{A_{t-1}} + \hat{\alpha}_3 \frac{PPE_t}{A_{t-1}} + \hat{\alpha}_4 \frac{CFO_t}{A_{t-1}} + \hat{\alpha}_5 BM_t \quad [1.11]$$

Por último, Kothari (2005) refere que a estimação dos *accruals* deve ter em consideração a performance da empresa, pelo que o Modified Jones Model necessita da inclusão da variável *Return on Assets*.

O Jones Model, o Modified Jones Model, o Industry Model e os modelos propostos por Kasznick (1999), Cohen, et al. (2005) e Kothari (2005) são estimados com recurso OLS. A estimação do NDA_t para cada empresa é, normalmente, realizada com base nos dados do sector a que a empresa pertence. Isto é, as estimativas dos coeficientes α são obtidas através de regressões *cross-section* estimadas em cada período t para cada um dos sectores de actividade. As estimativas dos α obtidas para cada sector são ulteriormente usadas para, em face do valor registado para as diferentes variáveis explicativas, estimar o valor dos NDA_t para cada empresa em concreto.

1.6.4 Accruals Discricionários (DA)

A variável com que se mede o nível de *earnings management* é a DA (*accruals* discricionários). Porém, sabendo o valor dos TA, usando para isso a equação [1.2] ou a equação [1.3], e uma vez estimados os NDA de acordo com os modelos expostos em 1.6.3, por diferença obtêm-se os DA. Assim:

$$DA = TA - NDA \quad [1.12]$$

Na realidade, os DA mais não são do que os resíduos de estimação de modelos em que TA são explicados pelos NDA mais um termo aleatório. Em notação matemática:

$$TA_t = a_1 X_1 + a_2 X_2 + \dots + a_n X_n + v_t; \quad [1.13]$$

$$NDA_t = \hat{a}_1 X_1 + \hat{a}_2 X_2 + \dots + \hat{a}_n X_n \quad [1.14]$$

$$DA_t = TA_t - (\hat{a}_1 X_1 + \hat{a}_2 X_2 + \dots + \hat{a}_n X_n) \quad [1.15]$$

pelo que a equação [1.12] se reconduz ao referido valor dos resíduos de estimação. Normalmente os DA são aferidos pelo módulo e não pelo valor absoluto, uma vez que se tratam de resíduos de estimação, pelo que assumem, necessariamente, valores positivos e negativos. Na análise da prática de gestão de resultados, o objectivo é averiguar a sua existência não sendo, de todo, importante o seu sinal (*eg* Klein 2002).

2 - NORMAS INTERNACIONAIS DE RELATO FINANCEIRO

“Thus, the primary focus of US GAAP and IAS is the needs of current and prospective shareholders for relevant and reliable information.”

Bartov, et al. (2005, p.96)

2.1 Enquadramento

A evolução tecnológica a que se assistiu nos últimos anos, em particular nos sistemas de informação e de telecomunicações, foi determinante para a globalização dos mercados financeiros, permitindo às empresas e investidores intervirem activamente nas diversas praças financeiras mundiais.

Em face desta nova realidade, torna-se fundamental garantir a comparabilidade da informação prestada pelas empresas das diversas jurisdições, bem como assegurar a qualidade dos reportes financeiros. Isto é, mais do que nunca, importa garantir aos investidores que a informação disponibilizada é completa, verdadeira, actual, clara, objectiva e lícita. Além disso, para garantir a comparabilidade e reforçar a confiança dos investidores, importa harmonizar a informação, de modo a que esta possa ser lida sem equívocos por qualquer investidor.

Foi neste contexto de globalização e de integração dos países da União Europeia (UE) - que ganhou maior relevo com a criação do euro - que o Conselho Europeu de Lisboa definiu, em Março de 2000, como um objectivo prioritário a dinamização de um mercado interno de capitais até 2005. Para tal, as sociedades cotadas em bolsa devem aplicar um único conjunto de normas de contabilidade, as quais devem garantir um elevado nível de qualidade na informação prestada ao mercado. Estas devem, nos termos da resolução adoptada, ser transparentes, plenamente compreendidas, controladas e efectivamente aplicadas. A uniformização das normas de contabilidade constitui um enorme desafio para os países da União Europeia, uma vez que se está perante uma mudança de regras de relato financeiro que afectará 7.000 empresas

cotadas em bolsa.

A Comissão Europeia no seu Regulamento nº 1606/2002, de 19 de Julho, definiu que as normas a utilizar para efeitos de harmonização contabilística deveriam ser as *International Accounting Standards* (IAS) ou Normas Internacionais de Contabilidade (NIC), actualmente designadas por *International Financial Reporting Standards* (IFRS).

As IAS tiveram a sua origem em 1966 quando foi criado o *Accounting International Study Group* que era constituído por contabilistas dos Estados Unidos da América, Canadá e Reino Unido. Com a entrada para este grupo de mais países (Austrália, França, Alemanha, Japão, México, Holanda e Irlanda) em 1973, a sua designação foi alterada para *International Accounting Standards Committee* (IASC).

O IASC foi criado com o objectivo de estabelecer as normas internacionais de contabilidade. Todavia, apenas em 1987 começou a estabelecer regras que efectivamente pudessem ser implementadas, sendo que só em 1995 se tornaram efectivas para alguns países. Nesse mesmo ano, em associação com a IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*), foi estabelecido um conjunto de normas (IAS) que as empresas cotadas em mais do que um mercado deveriam cumprir. Estas normas apenas viriam a estar prontas para serem utilizadas de forma generalizada em 1999.

A partir desta data lançou-se o debate sobre quais as regras a vigorar, se as US GAAP¹ ou as IAS. No entanto, hoje em dia é aceite que com o desenvolvimento que as IAS tiveram nos últimos anos, se tornaram muito próximas das US GAAP. É objectivo dos órgãos responsáveis pelas US GAAP e IAS a completa harmonização destes conjuntos normativos até 2010.

Em 2001, após uma reestruturação, o IASC passou a denominar-se *International Accounting Standards Board* (IASB), e no seu seio passaram a existir o *Trustees*

¹ A sigla US GAAP designa os princípios contabilísticos que vigoram nos Estado Unidos da América.

(Administração), o Board (Conselho de Administração), o *Standard Advisory Council* (Conselho de Aconselhamento sobre Normas) e o *International Financial Reporting Interpretation Committee* (Comité de Interpretações sobre o Relato Financeiro Internacional). O IASB é um organismo autónomo sediado em Londres que actualmente conta com 153 países.

As normas IAS eram emanadas pelo IASC, mas aquando da sua reestruturação, o IASB assumiu essa responsabilidade. As normas emanadas pelo IASB passaram a denominar-se IFRS (*International Financial Reporting Standards*). Assim, na literatura quando se refere IAS, está a falar-se das normas criadas pelo IASC mas que são aceites e supervisionadas pelo IASB, sendo IFRS a sigla que corresponde à sua denominação actual. Donde, doravante usar-se-á esta sigla, mesmo quando estiverem em causa épocas ou estudos em que as normas internacionais da contabilidade se designavam por IAS.

2.2 O Novo Paradigma do Relato Financeiro - IAS/IFRS

A literatura identifica dois sistemas jurídico-legais, o “*Common-Law*” e o “*Code-Law*”, os quais levam a que haja duas visões distintas sobre as regras contabilísticas vigentes (Bartov et al., 2005). No primeiro sistema, que vigora fundamentalmente nos países anglo-saxónicos, há uma separação clara entre as práticas contabilísticas e as leis fiscais. O modelo é virado para o mercado e as normas são estabelecidas pelos próprios profissionais, não havendo interferência do governo, desde que certos parâmetros sejam cumpridos.

O sistema “*Code-Law*”, conotado com os países continentais (Alemanha, França, Portugal, Espanha, Itália, entre outros), tem por base um conjunto de regras que devem ser obrigatoriamente cumpridas, o que origina que o legislador tenha um papel relevante. Estas regras dão origem a um plano oficial de contabilidade rígido e associado ao cumprimento de normas fiscais.

Assim, a introdução na União Europeia das IFRS e, tendo presente que este conjunto normativo é orientado para a informação dos investidores obedecendo à lógica vigente na área da “*Common-Law*”, significa uma alteração de modelo em vigor em muitos países. É esse o caso de Portugal. O novo paradigma, associado às novas regras de relato financeiro, apresenta um conjunto assinalável de diferenças face à situação vigente, das quais serão destacadas no próximo ponto as mais relevantes.

2.2.1 Principais Diferenças entre os Planos Oficiais de Contas Português e Espanhol e as IFRS

As IFRS vêm introduzir diferenças substanciais face ao POC (Plano Oficial de Contabilidade Português).² As principais mudanças prendem-se com a maior quantidade de informação a incluir obrigatoriamente no anexo ao balanço e à demonstração de resultados, e com o facto de haver elementos comparativos com o período anterior

² No Anexo 2 estão detalhadas as diferenças entre o POC e o novo paradigma.

relativamente a toda a informação numérica (quadros comparativos). Há agora, por isso, mais informação face ao período homólogo imediatamente antecedente.

Uma outra alteração relevante está relacionada com o desaparecimento das contas de custos e proveitos extraordinários do plano de contabilidade. É entendido pelo IASB que todos os custos têm um carácter operacional (IAS 8). Esta alteração permite que todos os ganhos e perdas que não decorram directamente da actividade não sejam tão facilmente visíveis aos olhos dos investidores. Para os gestores é mais fácil reconhecer certo tipo de custos, que outrora eram extraordinários e como tal vinham explicitados em rubrica própria (como perdas em vendas de imobilizado e correcções referentes a anos anteriores), dado que com as IFRS estas perdas são reconhecidas em “outros custos operacionais”, tornando-os mais opacos para os investidores dada variedade de custos que são incluídos neste elemento da demonstração de resultado. O raciocínio análogo pode ser aplicado aos proveitos.

As IFRS, através da sua norma nº 3, vêm introduzir alterações muito significativas ao nível do tratamento contabilístico do *goodwill*. Nos planos de contas nacionais, a diferença entre o valor pago na aquisição de uma empresa e o correspondente valor da situação líquida (*goodwill*) deve ser amortizada num determinado período de tempo (no caso português, foi fixado um período máximo de 5 anos). Isto significa que o *goodwill* acarreta custos para a empresa por via da sua amortização. Com as novas normas, o valor pago pela aquisição de uma outra empresa deve ser alvo de testes de imparidade, ou seja nos anos subsequentes à aquisição a empresa deve avaliar esse seu activo e caso o valor da empresa adquirida tenha sofrido alterações de valor, tais alterações devam ser consideradas custos ou ganhos do exercício.

Esta alteração introduz grande potencial subjectividade face ao anteriormente estabelecido, pois vai obrigar à avaliação sistemática das empresas adquiridas, o que poderá ser um indutor de práticas de gestão de resultados. Esta situação tem particular importância em empresas de grande dimensão cujo crescimento tenha sido realizado à base de aquisições.

Outra dimensão deste problema tem a ver com o facto de ser difícil distinguir o *goodwill* interno do externo, isto é a dificuldade de avaliar uma empresa ou unidade de negócio que está incorporada noutra. Pode existir dificuldade em determinar qual o valor gerado pela empresa adquirida após a data de aquisição.

Estas preocupações são salientadas por Whittington e Yamada (Membros do IASB), para quem: “... a IFRS 3 confia numa abordagem apenas da imparidade potencialmente pouco fiável que inevitavelmente não consegue separar o *goodwill* gerado internamente...”; “...incluir estes itens na mensuração do *goodwill* vai inadequadamente proporcionar ‘protecções’ contra o reconhecimento de perdas por imparidade que tenham de facto ocorrido a respeito do *goodwill* adquirido.” (*Normas Internacionais de Relato Financeiro* (2004; p. 209 e sg.).

É também introduzido o conceito de *justo valor*, segundo o qual os activos (mais concretamente o imobilizado) podem estar inscritos na contabilidade ao valor de mercado, em vez do custo histórico tradicionalmente adoptado pelo POC. Assim, a empresa pode ter no seu balanço elementos de imobilizado avaliados a preço histórico e rubricas avaliadas ao preço de mercado (dado que este método de avaliação dos activos é facultativo).

O conceito de *justo valor* obriga as empresas a reavaliarem todos os anos os activos dessa forma contabilizados (realizando os chamados *testes de imparidade*) e que a valorização ou desvalorização seja reflectida nos seus capitais próprios. Tal significa que as empresas que adoptem este critério têm de registar esses activos pelo valor de mercado em 2005, e nos anos subsequentes façam avaliações para repercutirem nos resultados do ano os ganhos/perdas de valor.

As IFRS obrigam também a consolidar todas as filiais com a respectiva empresa mãe, ao invés do POC que permitia a exclusão de filiais mediante critérios de materialidade.

É importante referir que alguns activos intangíveis considerados pelo POC, devem ser considerados despesas do exercício, segundo as regras do IASB; só em casos

excepcionais poderão ser considerados activos da empresa, pelo que não há lugar à sua amortização periódica.

Uma última diferença relevante tem a ver com a contabilização dos instrumentos financeiros. Estes, incluídos os instrumentos derivados, passam a estar valorados ao preço de mercado. Os instrumentos híbridos, como as obrigações com *warrant*, passam a ser registados segundo a sua substância, sendo vistas como uma carteira de instrumentos financeiros, pelo que as componentes de dívida são registadas como tal e as opções são contabilizadas à parte e ao valor de mercado.

Para Espanha, Perramon e Amat (2007) comparam o plano oficial de contas (PGC-Plan General Contable) com as IFRS, e reportam diferenças similares às atrás enunciadas para o caso português. Assim, as principais questões que podem determinar o impacto das IFRS na gestão de resultados em Portugal, são igualmente expectáveis para Espanha.

2.2.2 Vantagens e Desvantagens da Utilização das IFRS como Sistema Contabilístico Dominante

Na literatura há alguns estudos que reflectem sobre os benefícios da adopção das IFRS como normativo contabilístico dominante na Europa. É de destacar, neste contexto, o estudo de Tendeloo e Vanstraelen (2005) que refere que as principais vantagens das IFRS são as seguintes:

- i) Permitir aos investidores a tomada de decisões com base em informação mais fidedigna, possibilitando a comparabilidade entre empresas de vários países, o que leva à diminuição do risco do investimento, havendo por consequência uma redução do custo de capital para as empresas;
- ii) Diminuir os custos associados à realização de vários reportes financeiros para empresas cotadas em vários países;
- iii) Incentivar o investimento internacional;
- iv) Permitir uma melhor alocação de recursos a nível mundial.

Ball (2006), por sua vez, faz uma reflexão sobre as vantagens e desvantagens da aplicação das IFRS. Para este autor, as vantagens directas da adopção destas regras são as seguintes:

- i) As IFRS são de mais fácil compreensão e mais rigorosas que os planos nacionais de contabilidade. Assim, há uma maior segurança para os investidores no que se refere a fiabilidade da informação;
- ii) Os pequenos investidores ficam menos dependentes dos analistas profissionais, dado que a informação é de mais fácil leitura e de melhor qualidade. Há uma redução da assimetria de informação entre analistas e investidores reduzindo o problema da selecção adversa;
- iii) Com a harmonização, a comparabilidade entre as empresas de vários países está garantida, pelo que se eliminam os custos de processamento de informação;
- iv) A redução de custos de processamento de informação contribui de forma positiva para a eficiência dos mercados financeiros;
- v) A harmonização elimina as barreiras a aquisições/fusões entre empresas de diferentes países, o que beneficia os investidores.

Associado a estas vantagens está uma redução do custo de capital, uma vez que sendo a informação de maior qualidade e havendo comparabilidade entre os vários mercados, os investidores estão melhor informados e como tal, exigem prémios de risco menos elevados.

Por outro lado, este aumento da transparência também beneficia indirectamente os obrigacionistas e outros credores, uma vez que esta reduz os custos de agência entre estes vários *stakeholders*.

Para Ball (2006), há um novo conceito que acarreta alguns problemas significativos: o *justo valor*. Por um lado, há o argumento a favor deste conceito que é o facto de incorporar o valor real nos reporte financeiros, o que significa que há um nível superior de informação face ao custo histórico. No entanto, o conceito de justo valor acarreta desvantagens potenciais tais como:

- i) *Sendo o justo valor o preço de mercado, será que os mercados serão suficientemente líquidos e com níveis aceitáveis de eficiência para se incorporar essa informação como sendo o valor de mercado? Haverá a possibilidade das empresas manipularem as cotações nos mercados?*
- ii) *Em alturas de fortes crises económicas será que o valor de mercado dos activos será facilmente convertido em dinheiro?*
- iii) Quando os preços não estão disponíveis no mercado, as empresas podem estimar o valor desses activos, o que poderá levar a imperfeições nos pressupostos e manipulação do valor.

2.3 As IFRS e a Gestão de Resultados

2.3.1 Evidência do Impacto das IFRS na Gestão de Resultados

O Parlamento Europeu decidiu que as empresas cotadas seriam obrigadas a apresentar os seus relatórios e contas com base nas IFRS, a partir de 2005. Contudo, em países como a Áustria, Bélgica, França, Alemanha, Itália foi permitido que as empresas apresentassem a informação financeira de acordo com as IFRS e/ou US GAAP antes de 2005.

Por este motivo, há alguns estudos que analisam o impacto de adopção das IFRS nos níveis dos *earnings management* (na sua totalidade para o mercado alemão³), sendo necessário referir que as empresas que adoptaram estas normas antes de 2005 fizeram-no de forma voluntária, pelo que a amostra poderá estar enviesada dado que essas empresas só o fizeram devido a estarem cotadas em vários mercados, o que significa que são empresas de grande dimensão. Além disso, estas empresas podem ter modelo de paradigma por razões específicas que enviesam o nível de gestão de resultados. Não há, pois, tanto quanto se sabe, estudos que meçam o impacto da entrada em vigor com carácter obrigatório das IFRS no nível de gestão de resultados.

Tendenloo e Vanstraelen (2005) analisaram o impacto da adopção voluntária pelas empresas alemãs das normas IFRS nos níveis de *earnings management* e concluíram que estas passaram a apresentar níveis superiores de *accruals*. Isto é, o cumprimento destas normas provocou um aumento da gestão de resultados, nomeadamente o efeito *smoothing*. Todavia, quando os auditores pertencem às principais empresas de auditoria (Big 4)⁴, os níveis de *earnings management* diminuem de forma significativa. Conclui-se, pois, que a simples adopção das IFRS, que teoricamente são de melhor qualidade, pode não ser suficiente para garantir uma diminuição da gestão de resultados.

³ Dos países da União Europeia, a Alemanha permitiu às empresas cotadas, antes de 2005, adoptassem o normativo IFRS, de forma voluntária.

⁴ As empresas Deloitte, PricewaterhouseCoopers, KPMG e Ernst & Young são consideradas as 4 maiores empresas de auditoria.

Num outro estudo, Barth et al. (2005), com base em várias empresas que adoptaram as IFRS, nomeadamente em países como a Alemanha, Suíça e China, obtiveram resultados que contrariam as conclusões do estudo anterior, uma vez que o fenómeno do *smoothing* diminuiu. Também Yu (2005) aponta resultados semelhantes, uma vez que estabeleceu uma relação negativa entre a utilização das normas IFRS e a gestão de resultados, tendo por base empresas de 77 países.

Em matéria de comparação dos normativos nacionais com as IFRS, Ding et al. (2007) realizaram um estudo em que comparam as regras internas de contabilidade de 30 países (incluindo Portugal e Espanha) com as IFRS. Para efectuar esta comparação, os autores (com a colaboração de empresas de auditoria) elaboraram dois índices. O primeiro, denominado *absence*, tem por base a ideia de que certas situações estão reguladas pelas IFRS e não pelo normativo doméstico. Assim, quanto maior for o índice mais se afastam as regras internas das regras IFRS, pelo que será de esperar níveis de gestão de resultados superiores, uma vez que há vários tópicos não contemplados pelo normativo interno dando maior liberdade ao gestor.

O segundo índice, denominado *divergence*, resulta do facto de que certas questões contabilísticas estão previstas, quer nas regras internas, quer em IFRS, mas a forma de contabilização é diferente. A relação entre este índice e os *earnings management* é difícil de prever. Em países com mercados de capitais desenvolvidos, estas diferenças podem ser até benéficas no pressuposto de que aí são adoptadas normas de reporte mais exigentes. Ao invés, no caso de países pouco desenvolvidos do ponto de vista dos mercados financeiros, será de esperar que essas diferenças levem a uma relação negativa entre este índice e os *earnings management*.

Os resultados obtidos por Ding et al. (2007), levaram à conclusão de que quanto maior for o índice *absence*, maiores são os níveis de gestão de resultados. Neste contexto, é de referir que Portugal é o 6º país com o índice mais elevado, logo seguido pela Espanha, o que indicia níveis de gestão de resultados elevados. Estes resultados sugerem que regras menos sofisticadas levam a que as empresas as aproveitem para fazer gestão de resultados.

Por outro lado, o estudo demonstra que este índice é maior em países com mercados de capitais menos desenvolvidos, uma vez que os mercados são supostamente menos exigentes ao nível da informação. Há uma relação positiva entre o índice *absence* e o grau de concentração accionista. Este fenómeno deve-se ao facto de as estruturas menos concentradas exigirem informação financeira de maior qualidade. Não foi observada nenhuma relação entre o índice *divergence* e os níveis de gestão de resultados. Portugal apresenta valores médios para este índice. Este índice tem uma relação positiva com o nível de desenvolvimento económico e a importância dos mercados de capitais. A principal explicação tem a ver com o facto de estes países já terem normas de boa qualidade, dado o desenvolvimento dos mercados financeiros, tendo as várias situações contabilísticas previstas, pese embora de forma diferente das IFRS.

Numa outra abordagem, Gassen e Sellhorn (2006) estudaram o impacto das IFRS na qualidade da informação prestada ao mercado e na assimetria de informação, tendo por base o mercado alemão. As conclusões apontam para que as IFRS conduzem a uma melhor qualidade da informação prestada, bem como a uma redução na assimetria de informação quando comparadas com as normas alemãs. No entanto, este estudo foi baseado nas empresas que voluntariamente adoptaram as IFRS, o que uma vez mais poderá enviesar a amostra.

Adicionalmente, Goncharov e Zimmermann (2006), com base em empresas alemãs, compararam os níveis de *earnings management*, mais concretamente o efeito *smoothing*, entre as empresas que apresentam os seus relatos financeiros segundo as normas US GAAP, German GAAP e IFRS, criando assim três sub amostras. Esta comparação foi possível, uma vez que na Alemanha as empresas podiam optar por um destes três métodos de relato financeiro.

Para este estudo, mais uma vez, os *accruals* serviram de medida da gestão de resultados, assim os autores através da comparação das médias destas três sub-amostras puderam testar qual dos regimes normativos apresentava maiores índices de gestão de resultados.

As conclusões obtidas foram que os reportes financeiros apresentados segundo as US GAAP apresentam menores níveis de gestão de resultados quando comparados com as

German GAAP ou IFRS. Além disso, a gestão de resultados é idêntica quando comparadas as IFRS com as German GAAP. Este estudo alimenta a discussão sobre quais as normas que deveriam vigorar no sistema internacional - se as US GAAP ou as IFRS - dado que as primeiras parecem ser preferíveis se o critério de escolha for a minimização dos níveis de *earnings management*.

2.3.2 Sistema “Code-Law” versus “Common-Law”

No que se refere à alteração do sistema em que se baseiam as IFRS, passando Portugal e Espanha de um sistema “Code-Law” para um sistema “Common-Law”, há alguns estudos que comparam a qualidade de informação destes dois paradigmas. O primeiro estudo neste campo é de Alford et al. (1993) que constata que em Inglaterra e nos Estados Unidos (sistema “Common-Law”) há uma correlação mais forte entre os resultados das empresas e retornos das acções, quando comparado com o mercado alemão (sistema “Code-Law”).

Por sua vez, Joos e Lang (1994) realizam um estudo semelhante em que comparam os mercados francês, alemão e inglês e concluíram que não há diferenças entre as práticas contabilísticas e os retornos. Neste mesmo sentido, concluíram Harris (1995) analisando o mercado alemão e norte-americano.

Ball et al. (2000) compara os resultados das empresas destas duas visões e conclui que as empresas que estão no sistema “Code-Law” são mais conservadores nos resultados que apresentam.

Como se constata a evidência sobre este tema é um pouco ambígua, uma vez que há estudos que não evidenciam que a contabilidade apresentada com base numa abordagem “Common-Law” seja de qualidade superior à abordagem “Code-Law”. É neste âmbito que o estudo de Bartov et al. (2005) assume grande importância pois, pela primeira vez, são comparadas as US GAAP com as IFRS e German GAAP.

Estes autores testaram a hipótese de a informação financeira preparada segundo regras contabilísticas que seguem o sistema “*Common-Law*” terem uma qualidade superior à elaborada com normas próximas do sistema “*Code-Law*”. Esta hipótese é baseada no argumento de que uma informação orientada para o mercado, em vez do cumprimento de regras fiscais, dá origem à produção informação mais credível e verdadeira, uma vez que o sistema “*code-law*” incentiva o *smoothing* de modo a que empresa seja eficiente a nível fiscal, uma vez que se a taxa de imposto for progressiva há um menor valor de imposto a pagar.

Nesse estudo, os autores, investigaram se os retornos das empresas alemãs⁵ são melhor explicados pela informação preparada com base nos German GAAP, US GAAP ou IFRS. As conclusões obtidas foram de que, tal como previsto, a informação preparada segundo as regras US GAAP e IFRS (*Common-Law*) tem maior capacidade de explicar o retorno das acções do que a informação prestada pelo German GAAP. Por outro lado, as normas US GAAP revelam uma maior capacidade de explicar o retorno das acções do que as IFRS.

Por último, é importante referir que Leuz et al. (2003), num estudo que teve como base 8 mil empresas de 31 países, concluíram que mercados com sistema “*Code-Law*” apresentam, em média, *earnings management* superiores aos de “*Common-Law*”, contribuindo assim para a sustentação da tese de que no sistema orientado para o mercado há uma maior protecção dos investidores.

⁵ As empresas alemãs a partir de Abril de 1998 puderam optar em preparar os seus relatos financeiros em US GAAP, German GAAP ou IFRS (que na altura ainda se designava por IAS).

3 – ESTUDO EMPÍRICO

3.1 Introdução

As IFRS têm, nos termos definidos pelo IASB, como objectivo, além da harmonização contabilística, melhorar a qualidade da informação financeira prestada ao mercado, obrigando as empresas a divulgar um maior nível de detalhe de informação no anexo ao balanço e demonstração de resultados e a incluir nos documentos de prestação de contas quadros comparativos com o período homólogo. Donde, julga-se (teoricamente) expectável que a entrada em vigor das normas IFRS tenha originado uma diminuição dos *earnings management*.

Esta hipótese foi já investigada, para empresas cotadas no mercado alemão, por Tendeloo e Vanstraelen (2005). Estes autores concluíram, surpreendentemente, que as empresas que voluntariamente adoptaram as normas IFRS apresentam níveis de *earnings management* superiores comparativamente às empresas que usavam as German GAAP. Porém, trata-se de uma análise feita num contexto de adesão voluntária às normas IFRS, enquanto que a transição realizada nos mercados espanhol e português teve natureza obrigatória. Os resultados de Tendeloo e Vanstraelen (2005) poderão, pois, não ser generalizáveis. Aliás, tanto Barth (2005), como Gassen e Sellhorn (2006) chegaram a conclusões opostas. Goncharov e Zimmermann (2005), por sua vez, concluíram não existir diferenças significativas nos *accruals* quando se compara as IFRS com as German GAAP.

A evidência empírica até agora reportada pela literatura é, pois, mista, o que torna útil e dá importância ao conhecimento de novas experiências, além do facto do estudo aqui realizado ser o primeiro a analisar o impacto da entrada em vigor das IFRS com carácter obrigatório na gestão de resultados. É importante referir que todos estes estudos já realizados referem-se ao mercado alemão, onde as empresas podiam escolher apresentar contas em German GAAP, US GAAP ou IFRS. Isto significa que as empresas que

adoptaram as IFRS fizeram-no de forma voluntária e por lhes ser mais conveniente, o que de alguma forma condiciona os resultados obtidos nestes estudos.

Uma explicação possível para o *mix* de resultados encontrados, tem a ver com a introdução do critério valorimétrico do justo valor. Com efeito, se globalmente se espera a diminuição dos *earnings management* por força da adopção das IFRS, por outro lado, a introdução deste critério é susceptível de dar origem a subjectividade na determinação do valor de mercado dos activos. De facto, se quando os valores estão cotados tal subjectividade é dificilmente concebível, quando tal não acontece os gestores gozam de elevada discricionariedade na aplicação de modelos de cálculo dos referidos valores de mercado. Donde, a aplicação deste critério é passível de levar a maiores níveis de *earnings management* (Barth et al. 2005), tornando-se igualmente relevante investigar se as empresas portuguesas e espanholas que adoptaram o critério do justo valor para valorarem o seu imobilizado, apresentam níveis de *earnings management* superiores após a entrada em vigor das IFRS comparativamente aos anos imediatamente antecedentes.

Em síntese, as duas principais questões de que se ocupa este capítulo são as seguintes: Questão 1: O nível de gestão de resultados das empresas portuguesas e espanholas diminuiu com a entrada em vigor, com carácter obrigatório, das IFRS?; Questão 2: As empresas portuguesas e espanholas que adoptaram o critério do justo valor apresentam níveis de gestão de resultados superiores após a entrada em vigor, com carácter obrigatório, das IFRS e tal facto poderá explicar uma eventual ausência de diminuição dos níveis globais de gestão de resultados?

Em face do que foi referido, à priori, espera-se que a adopção, com carácter obrigatório, das IFRS diminua os níveis de manipulação de resultados quando comparados com os planos nacionais de contabilidade. Por outro lado, as empresas que adoptaram o critério do justo valor devem apresentar *earnings management* superiores após a entrada em vigor das IFRS.

3.2 Base de Dados e Fontes de Informação

O presente estudo incide sobre as empresas portuguesas e espanholas cotadas nas respectivas bolsas de valores (Lisboa e Madrid) no intervalo temporal de 2002 a 2006.

Foram considerados dois períodos distintos. O primeiro que vai do ano 2002 ao ano 2004 que corresponde à fase pré-IFRS, durante o qual as empresas apresentaram as suas demonstrações financeiras de acordo com os planos oficiais de contabilidade nacionais. O segundo período diz respeito aos anos 2005 e 2006 (pós-IFRS), nos quais as empresas já apresentaram os seus reportes financeiros com base nas IFRS.

No mercado accionista da Euronext Lisboa havia, à data da realização deste estudo, 53 empresas em negociação. Destas excluíram-se as 9 empresas que eram do sector financeiro, uma vez que a sua contabilidade obedece a regras próprias que não se coadunam com o âmbito deste estudo. Além disso, as sociedades anónimas desportivas (3 empresas) foram também excluídas, dado que o seu ano contabilístico não coincide com o ano civil.

Após a aplicação destes critérios restavam 41 empresas. Porém, foram excluídas adicionalmente 8 empresas por indisponibilidade de informação para o período de 2001 a 2006. Em contrapartida, foi incluída uma outra empresa (a Pararede), dado que não obstante não se encontrar cotada à data da elaboração do estudo esteve admitida à cotação durante o período da amostra. Assim, são 34¹ as empresas portuguesas integradas na amostra em estudo.

Para o mercado espanhol foram consideradas as empresas pertencentes aos principais mercados accionistas espanhóis (Mercado Contínuo e o Novo Mercado), nos quais se encontravam cotadas 127 e 10 empresas, respectivamente, à data da elaboração do estudo. Do total de 137 empresas foram retiradas 35 ligadas ao sector financeiro pelo mesmo motivo apresentado para a exclusão das empresas financeiras portuguesas. Além

¹ Pese embora as empresas Sonae Indústria e Grupo Média Capital só fossem admitidas à cotação em 2005 a base de dados *Datastream* detinha informação que permitiu o cálculo dos accruals, pelo que estas duas empresas foram incluídas neste estudo.

disso, não foi possível obter dados relativamente a 27 empresas, pelo que a amostra integra 75 empresas espanholas.

Os dados utilizados para este estudo têm como base os valores reportados no final de cada ano civil em estudo. A fonte das informações é a base de dados *Datastream*, tendo-se porém igualmente consultado os relatórios e contas das empresas, obtidos através dos respectivos sites na Internet, para saber se adoptaram ou não o critério de justo valor².

² Na amostra há 46 empresas que adoptaram o critério do Justo Valor, o que corresponde a 227 observações

3.3 Estimação dos *Earnings Management*

O primeiro passo do estudo consiste na quantificação dos *earnings management*, ou seja, na estimação dos *accruals* discricionários (DA). Para tal, é necessário calcular previamente os *accruals* totais e de seguida decompô-los em não discricionários (NDA) e discricionários (DA). Para determinar os *accruals* totais (TA) foi utilizada a fórmula de cálculo seguinte:

$$TA_t = \frac{\Delta AC_t - \Delta PC_t - \Delta Disponibilidades_t + \Delta Dívida_t - Amortizações_t}{Total\ do\ Activo_{t-1}} \quad [3.1]$$

ΔAC_t = Variação dos activos correntes;

ΔPC_t = Variação do passivo corrente.

Uma vez calculados os *accruals* totais é necessário proceder à sua divisão entre *accruals* discricionários e os não discricionários. Para este efeito, procedeu-se à estimação, por OLS, do *Modified Jones Model* considerando a diferença entre a variação das vendas e a variação das contas líquidas a receber no elenco das variáveis explicativas. Seguiu-se, por isso, uma metodologia idêntica à aplicada por Holthausen et al. (1995); Kasznick (1999); Pincus and Rajgopal (2002); Cohen, et al. (2005); Kothari et al. (2006); Carcello et al.(2006). Em concreto, a equação estimada foi a seguinte:

$$TA_t = \alpha_1 \frac{1}{A_{t-1}} + \alpha_2 \frac{(\Delta REV_t - \Delta REC_t)}{A_{t-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_t}{A_{t-1}} + v_t \quad [3.2]$$

onde:

ΔREV_t = Vendas no ano t menos as vendas no ano t-1;³

ΔREC_t = Contas a receber líquidas no ano t;⁴

PPE_t = Activo Corpóreo no ano t;

³ O valor das “vendas do ano” corresponde à soma das vendas de mercadorias com as prestações de serviços.

⁴ O valor das “contas a receber líquidas” é o valor da conta de clientes líquido de ajustamentos.

A_{t-1} = Total do activo no ano t-1.

Donde, finalmente, os NDA foram obtidos nos termos que a equação que se segue descreve:

$$NDA_t = \hat{\alpha}_1 \frac{1}{A_{t-1}} + \hat{\alpha}_2 \frac{(\Delta REV_t - \Delta REC_t)}{A_{t-1}} + \hat{\alpha}_3 \frac{PPE_t}{A_{t-1}} \quad [3.3]$$

Os DA resultam da diferença entre os TA e os NDA estimados.

Alguns literaturas defende, como se referiu no ponto 1.6.3 que os parâmetros α_1 , α_2 e α_3 devem ser estimados por sector de actividade para cada um dos anos em causa. Subramanyam (1996), por exemplo, sustenta que as características específicas de cada sector de actividade têm impacto nos *earnings management*. Donde, não se devem inserir num mesmo painel de estimação empresas de sectores diferentes.

Para este efeito, um procedimento possível seria agregar as empresas por sectores recorrendo aos respectivos códigos de classificação de actividade económica. Contudo, devido ao número reduzido de observações que cada sector teria, a estimação do modelo não seria possível, e quando possível seria pouco robusta dado o reduzido número de graus de liberdade.⁵ Para ultrapassar este constrangimento as empresas foram agrupadas de acordo com os índices sectoriais utilizados pelas bolsas onde estão cotadas. O Quadro 1 sintetiza a forma como foram agregadas as empresas⁶.

⁵ De acordo com DeFond e Jiambalvo (1994), é necessário que cada sector tenha pelo menos 6 observações de forma a se obterem coeficientes fiáveis.

⁶ No anexo 3 encontra-se a lista das empresas consideradas.

Quadro 1: Número de Empresas por Índice Sectorial

Sector	Portuguesas	Espanholas	Total
Bens de Consumo	3	25	28
Mat. Básico / Indústria e Construção	16	27	43
Serviços de Consumo	9	11	20
Petróleo e Energia	1	7	8
Tecnologias e Comunicações	5	5	10
Total	34	75	109

Aplicando-se a regressão para cada sector estima-se, em cada ano, o modelo e os seus resíduos de estimação, sendo estes valores a variável DA que serve de proxy ao nível de manipulação de resultados. Para este estudo só interessam os níveis de manipulação de resultados, pelo que é indiferente o sinal dos *accruals*. Assim, os valores referentes à variável em questão encontram-se em módulo. Segue-se, por isso, a metodologia de Warfield et al. (1995), Becker et al. (1998), Bartov et al. (2001), Klein (2002), Cohen et al. (2005) e Jirapon et al. (2006).

Porém, num contexto específico que adiante se explicará, igualmente se procede à análise tendo em conta os valores dos *accruals* e não o seu módulo.

3.4 – Análise Univariada

3.4.1 Principais Dados Estatísticos da Variável (*Accruals* Discricionários)

O Quadro 2 reporta as principais estatísticas dos resultados da estimação dos *accruals* discricionários (DA) para todo o período em causa.

Quadro 2: Dados Estatísticos da Variável DA

ESTATÍSTICAS	Global	Excluindo Outliers
N	545	535
Média	0,0572	0,0521
Mediana	0,0396	0,0388
Desvio Padrão	0,0600	0,0464
Mínimo	0,0001	0,0001
Máximo	0,4831	0,2470
Amplitude Interquartil	0,0575	0,0554
Assimetria	25,200	14,050
Achatamento	50,760	11,14

Nesta amostra não existem *outliers* inferiores, e apenas foram detectados 10 casos de valores extremos superiores (anexo 4)⁷. Em concreto, todas as observações cujo valor obtido foi superior a 0,2477 foram consideradas *outliers* extremos e retirados da análise. Todos os casos se referem a empresas espanholas. Doravante, excepto quando expressamente referido o contrário, os resultados reportados referem-se à amostra excluída dos *outliers*.

A mediana é inferior à média. Tal facto permite referir que apesar de 50% das observações terem valores inferiores a 0,0388, há DA com valores elevados que fazem com que a média se situe nos 0,0521. Isto significa que há algumas empresas que em determinados anos apresentam elevados índices de gestão de resultados.

⁷ A regra usada para determinar os *outliers* foi a dos *extreme outliers*, isto é: $DA > 3^{\circ}\text{Quartil} + 3 * \text{Amplitude Interquartil}$ e $DA < 1^{\circ}\text{Quartil} + 3 * \text{Amplitude Interquartil}$.

O coeficiente de simetria corrobora esta conclusão, uma vez que indica tratar-se de uma distribuição assimétrica positiva. O estudo de Tendeloo e Vanstraelen (2005), para o mercado alemão, evidenciou uma média de 0,0979 e uma mediana de 0,06 para a variável DA (com base no Jones Model)

Uma outra característica muito importante da amostra tem a ver com o facto de esta não seguir uma distribuição normal. De facto, com base no teste de Kolmogorov-Smirnov e de Shapiro-Wilk chegou-se aos resultados constantes do Quadro 3, que permitem a inferência de tal conclusão⁸.

Quadro 3: Teste à Normalidade da Variável DA

Tests of Normality	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
DA	0,1490	535	0,000***	0,8610	535	0,000***

*** Valores significativos a 1%

Todavia, sempre que a amostra apresente um número de observações superior a 30, os resultados dos testes estatísticos são suficientemente robustos não pondo em causa as conclusões a retirar pelo facto da amostra não seguir uma distribuição normal⁹.

Dado que os *accruals* discricionários foram calculados ano a ano e para cada sector, é importante evidenciar os principais dados estatísticos de forma a ser possível averiguar algumas tendências de comportamento ao longo dos anos em análise por sector de actividade. É isso que se faz no Quadro 4 que se segue:

⁸ Sobre o teste *vide* Pestana e Gageiro (2003, p. 101)

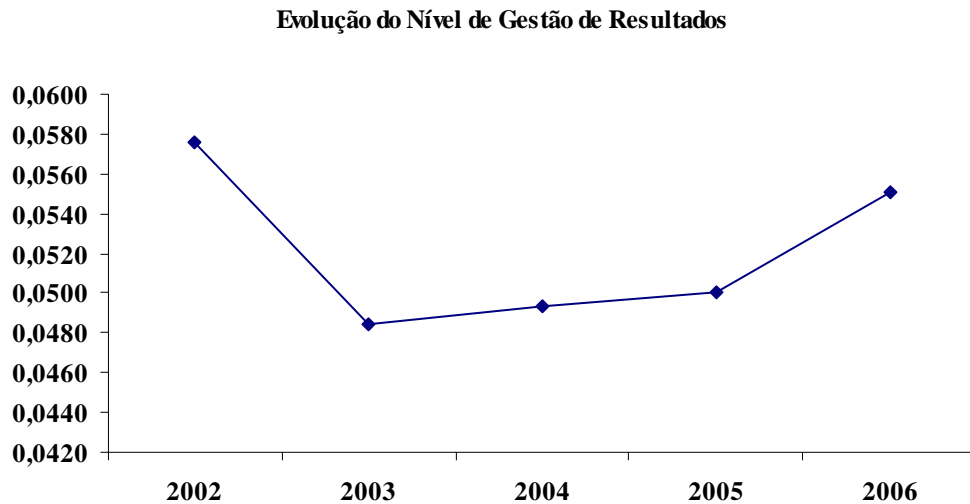
⁹ Vide, Pestana e Gageiro (2003, p. 216).

Quadro 4: Principais Dados Estatísticos Desagregados por Ano e Sector

	2002	2003	2004	2005	2006
Bens de Consumo					
.N	28	28	28	28	28
.Média	0,0660	0,0538	0,0511	0,0450	0,0411
.Mediana	0,0511	0,0439	0,0435	0,0386	0,0313
.Desvio Padrão	0,0542	0,0368	0,0418	0,0432	0,0382
.Mínimo	0,0018	0,0009	0,0018	0,0030	0,0034
.Máximo	0,2103	0,1176	0,1549	0,2203	0,1624
.Amplitude Interquartil	0,0643	0,0660	0,0463	0,0372	0,0282
M. Básico / Indust. e Const.					
.N	41	42	43	42	42
.Média	0,0648	0,0575	0,0618	0,0514	0,0544
.Mediana	0,0543	0,0438	0,0526	0,0413	0,0328
.Desvio Padrão	0,0475	0,0466	0,0410	0,0460	0,0569
.Mínimo	0,0018	0,0006	0,0056	0,0005	0,0005
.Máximo	0,2171	0,2255	0,1533	0,1933	0,2409
.Amplitude Interquartil	0,0688	0,0576	0,0729	0,0475	0,0510
Serviços de Consumo					
.N	20	18	20	20	19
.Média	0,0397	0,0492	0,0270	0,0571	0,0741
.Mediana	0,0302	0,0417	0,0189	0,0362	0,0642
.Desvio Padrão	0,0359	0,0323	0,0215	0,0585	0,0565
.Mínimo	0,0002	0,0079	0,0025	0,0105	0,0075
.Máximo	0,1261	0,1072	0,0960	0,2470	0,1961
.Amplitude Interquartil	0,0278	0,0587	0,0284	0,0577	0,0837
Petróleo e Energia					
.N	8	8	8	8	8
.Média	0,0124	0,0142	0,0086	0,0190	0,0263
.Mediana	0,0080	0,0145	0,0092	0,0135	0,0242
.Desvio Padrão	0,0109	0,0134	0,0039	0,0199	0,0200
.Mínimo	0,0026	0,0001	0,0021	0,0021	0,0022
.Máximo	0,0291	0,0422	0,0130	0,0629	0,0607
.Amplitude Interquartil	0,0213	0,0160	0,0071	0,0225	0,0313
Tecnologia e Comunicações					
.N	10	10	10	9	9
.Média	0,0766	0,0214	0,0676	0,0706	0,0867
.Mediana	0,0575	0,0144	0,0551	0,0699	0,0716
.Desvio Padrão	0,0638	0,0214	0,0710	0,0377	0,0469
.Mínimo	0,0020	0,0004	0,0027	0,0247	0,0284
.Máximo	0,1932	0,0603	0,2368	0,1161	0,1540
.Amplitude Interquartil	0,1135	0,0354	0,0875	0,0828	0,0890
TOTAL					
.N	107	106	109	107	106
.Média	0,0576	0,0484	0,0493	0,0500	0,0550
.Mediana	0,0429	0,0388	0,0402	0,0381	0,0360
.Desvio Padrão	0,0497	0,0402	0,0436	0,0465	0,0515
.Mínimo	0,0002	0,0001	0,0018	0,0005	0,0005
.Máximo	0,2171	0,2255	0,2368	0,2470	0,2409
.Amplitude Interquartil	0,0647	0,0587	0,0576	0,0465	0,0547

O Gráfico 1, por sua vez, reporta a evolução da média global da variável DA para os diferentes anos que integram a amostra.

Gráfico 1: Média da Variável DA por Ano



Uma primeira conclusão a retirar do Quadro 4 é o comportamento diferenciado que cada um dos sectores apresenta ao longo dos anos em estudo. Esta evidência vem confirmar a necessidade de os *accruals* serem estimados para cada um dos sectores, visto que a suas próprias características determinam os níveis de gestão de resultados. Esta evidência é consistente com a tese preconizada por Subramanyam (1996), anteriormente referenciada. Adiante investigar-se-á com mais pormenor os resultados dos diversos sectores de actividade.

Além disso, tanto o Quadro 4, como o Gráfico 1, permitem constatar que há uma diminuição do nível médio de manipulação de resultados de 2002 para 2003¹⁰ e, após essa data verifica-se uma tendência de subida que é agravada de 2005 para 2006. Contudo a mediana apresenta um comportamento distinto, sendo de destacar que a partir de 2004 esta apresenta uma tendência de descida.

¹⁰ Caso se tivesse considerado os outliers extremos a tendência de descida seria dos anos 2002 a 2004.

Esta discrepância entre o comportamento da média e da mediana revela que a subida, em termos médios, dos *earnings management* é derivada da existência de algumas empresas que passam a apresentar *accruals* mais elevados e não devido a um aumento generalizado da manipulação de resultados, daí que o desvio padrão tenha aumentado a partir do ano de 2003.

3.4.2 Evidência de Gestão de Resultados

Para se analisar o impacto da transição de sistemas contabilísticos é necessário, em primeiro lugar, determinar se no período em análise existe ou não gestão de resultados, e só numa segunda fase determinar se a entrada em vigor das IFRS levou a alteração do comportamento das empresas relativamente aos *earnings management*. Para tal foi testada a seguinte hipótese:

H₀: A média da variável DA é igual a 4,5%

H₁: A média da variável DA é maior que 4,5%

O Quadro 5 mostra os resultados obtidos para o teste t¹¹:

Quadro 5: Teste t para média (DA) igual a 4,5%

Período	N	Teste t		
		Média	t	p-value
Global	535	0,0521	3,5185	0,0000***
Pré IFRS	322	0,0518	2,7150	0,0035***
Pós IFRS	213	0,0525	2,2368	0,0132**
Anos				
2002	107	0,0576	2,622	0,0050***
2003	106	0,0484	0,877	0,1910
2004	109	0,0493	1,029	0,1530
2005	107	0,0500	1,112	0,1345
2006	106	0,0550	2,008	0,0235**

* Valores significativos a 10%

** Valores significativos a 5%

*** Valores significativos a 1%

¹¹ Conforme descrito em Pestana e Gageiro, (2003), p. 223.

A hipótese H_0 é rejeitada para um nível de significância de 5%, inferindo-se por isso pela evidência de que há gestão de resultados no período global de análise (2002-2006) e em cada sub período considerado. No que diz respeito à análise ano a ano só é possível afirmar que a gestão de resultados é superior a 4,5% do activo para os anos 2002 e 2006. Contudo, considerando um nível de gestão de resultados de 4% do activo, a hipótese nula seria rejeitada para todos os anos, para um nível de significância de 5%.

3.4.3 Impacto da Entrada em Vigor das IFRS (1ª Abordagem)

Uma vez obtida evidência de que há gestão de resultados, quer antes, quer após a entrada em vigor das IFRS, importa verificar se a entrada em vigor das IFRS levou ou não a uma diminuição do nível médio da gestão de resultados (Quadro 6).

Para responder a esta questão, em primeiro lugar, realizaram-se testes estatísticos que permitem comparar os anos Pré-IFRS (2002 a 2004) com os Pós-IFRS (2005 a 2006). O primeiro teste é o de comparação das médias (teste t) cujas hipóteses nula e alternativa são as seguintes:

H_0 : A média da variável DA no período Pré-IFRS é igual à média da mesma variável no período Pós-IFRS

H_1 : A média da variável DA no período Pré-IFRS é menor que a média da mesma variável no período Pós-IFRS

Como já referido anteriormente, apesar desta amostra não seguir uma distribuição normal, o facto de se ter mais de 30 observações permite proceder à aplicação do teste t com segurança estatística.

Um segundo teste realizado foi de Mann-Whitney-Wilcoxon¹². Trata-se de um teste não paramétrico, pelo que não pressupõe a normalidade da amostra. Este teste baseia-se na ordenação crescente dos dados, e consiste em testar se as medianas de duas populações são idênticas. Em concreto, a hipótese em teste pode ser enunciada do seguinte modo:

¹² Conforme descrito em Pestana e Gageiro, (2003, p.425).

H₀: A mediana da variável DA no período Pré-IFRS é igual à mediana da mesma variável no período Pós-IFRS.

H₁: A mediana da variável DA no período Pré-IFRS é menor que no período Pós-IFRS são diferentes.

Quadro 6: Teste t e Teste de Mann-Whitney-Wilcoxon

Tipo de Teste		PARAMÉTRICO				NÃO PARAMÉTRICO			
		Teste t				Mann-Whitney-Wilcoxon			
AMOSTRAS		N	Média	t	p-value	Ranking		Z	p-value
		N	Médio			N	Médio	Z	p-value
Amostra Global	Pré	322	0,0518	-0,1800	0,4287	322	269	-0,1840	0,4270
	Pós	213	0,0525			213	266		
Empresas Portuguesas	Pré	102	0,0543	-0,6670	0,2528	102	84	-0,5220	0,3014
	Pós	68	0,0589			68	88		
Empresas Espanholas	Pré	220	0,0506	0,2130	0,4158	220	186	-0,5930	0,2766
	Pós	145	0,0495			145	179		
Bens de Consumo	Pré	84	0,0570	1,8660	0,0321**	84	76	-2,0080	0,0225**
	Pós	56	0,0431			56	62		
Mat Indust. Construção	Pré	126	0,0613	1,2610	0,1043	126	113	-2,1910	0,0142**
	Pós	84	0,0529			84	94		
Petróleo e Energia	Pré	24	0,0117	-2,0470	0,0269**(a)	24	18	-1,7670	0,0392**
	Pós	16	0,0226			16	25		
Serviços de Consumo	Pré	58	0,0382	-2,6960	0,0047***(a)	58	44	-2,3180	0,0100***
	Pós	39	0,0654			39	57		
Tecnologia e Comunicação	Pré	30	0,0552	1,4600	0,0756*	30	21	-2,3000	0,0107**
	Pós	18	0,0787			18	31		
Empresas Índice	Pré	112	0,0371	-1,5770	0,0583*	112	89	-1,6610	0,0486**
	Pós	76	0,0473			76	103		
Empresas não Índice	Pré	210	0,0596	0,8060	0,2103	210	180	-1,4710	0,0714*
	Pós	137	0,0554			137	164		
Justo Valor	Pré	137	0,0487	0,3650	0,3579	137	113	-0,1320	0,4482
	Pós	88	0,0466			88	112		
Não Justo Valor	Pré	185	0,0540	-0,4560	0,3245	185	156	-0,1850	0,4271
	Pós	125	0,0567			125	154		

(a) Apresentam variâncias diferentes, pelo que o resultado do teste vem corrigido desse efeito

* Valores significativos a 10%

** Valores significativos a 5%

*** Valores significativos a 1%

Em termos globais não se pode rejeitar H_0 , pelo que se infere que a entrada em vigor em 2005 das novas normas de relato financeiro – IFRS não levou a uma alteração dos níveis de *earnings management*. Este resultado é válido quer quando se consideram todas as empresas cotadas na península ibérica, quer quando somente se tomam em consideração isoladamente as portuguesas ou as empresas espanholas. Donde, nesta primeira aproximação, terá de concluir-se como resposta à questão 1 que não há evidência de que a entrada em vigor das IFRS tenha originado uma alteração na média ou na mediana da variável DA, pelo que terá de inferir-se que globalmente o nível de gestão de resultados não sofreu alteração significativa.

No que respeita à Questão 2, terá de concluir-se que a subjectividade associada ao critério do justo valor no que se refere à valoração dos activos não tem, também, qualquer impacto nos níveis de *earnings management*. O Quadro 6 permite ver que, globalmente, quer as empresas que adoptaram este critério (JV), quer aquelas que o não utilizaram (Não JV), não demonstram alteração nos seus níveis médios e medianos de *accruals*, quando comparados os períodos Pré e Pós-IFRS.

Apesar de a nível global se inferir não haver impacto da entrada em vigor das IFRS, quando se observa cada um dos vários sectores de *per si* inferem-se comportamentos distintos.¹³ Em vários sectores, se conclui pela rejeição da hipótese de as médias e/ou as medianas serem iguais antes e após a entrada em vigor das IFRS, como é o caso do sector de “Bens de Consumo” que evidencia um comportamento de diminuição dos *earnings management* no período pós IFRS. Com comportamento contrário estão os sectores de “petróleo e energia” e o de “tecnologia e comunicações”.

Um resultado interessante reportado pelo Quadro 6 respeita ao facto de as empresas que num determinado ano pertenceram ao índice amostral mais representativo de cada mercado (Ibex30, para Espanha, e PSI20, para Portugal) apresentarem, de acordo com o

¹³ Para as sub amostras dos sectores “Petróleo e Energia” e “Tecnologia e Comunicações” foi necessário testar o pressuposto da normalidade efeito da aplicação do teste *t*, visto que apresentam um número de observações inferior a 30. Concluiu-se que para o sector “Petróleo e Energia” os testes à normalidade apresentam resultados ambíguos, já para o sector “Tecnologia e Comunicações” estes conjuntos de observações seguem uma distribuição normal, pelo que os resultados obtidos são consistentes e pode proceder-se a inferência estatística com base no teste *t*. Os resultados são reportados no anexo 5.

teste t, para um nível de 10%, e com o de Mann-Whitney-Wilcoxon, para um nível de significância de 5%, níveis de gestão de resultados mais elevados após a entrada das IFRS.

Este resultado indicia que estas empresas podem ter aproveitado a entrada em vigor da IFRS para gerirem os seus resultados. As empresas pertencentes ao índice têm uma maior visibilidade dada a sua dimensão e importância no mercado e como tal apresentam níveis de manipulação de resultados mais baixos que as restantes, dado que há uma relação inversa entre a dimensão dos activos e os *accruals* (Watts and Zimmermann 1990, Young 1999, Tendeloo e Vanstraelen 2005, Goncharov e Zimmermann 2006).

Este facto não invalida que este conjunto de empresas não tenha incentivos a gerir resultados. Tal pode acontecer, desde logo, para não defraudar as expectativas dos analistas (Burgstahler e Eames 1998; Jensen, 2004; Cheng, 2005). Por outro lado, é natural que a remuneração dos gestores destas grandes empresas dependa da sua performance (vg, *stock-options*) pelo que também este facto pode constituir-se como incentivo à gestão de resultados (vg, Healey 1985; Holthausen et al. 1995; Burgstahler e Eames 2003; Cohen et al. 2005).

Outra explicação possível para a alteração deste comportamento pode estar relacionada com o facto de as empresas aproveitarem a entrada em vigor destas novas regras para reconhecerem perdas/proveitos que já deveriam ter sido consideradas em outros anos. Esta maior facilidade no reconhecimento de certos custos ou ganhos tem a ver com o facto de estes não serem tão facilmente detectados pelo mercado, uma vez que após a entrada em vigor das IFRS não são registados como extraordinários, mas sim como operacionais. Este argumento ganha maior relevância nas empresas “Índice” dado que são mais escrutinadas pelo mercado e podem ter aqui um subterfúgio que lhes permite aumentarem a sua prática de gestão de resultados sem dar nas vistas.

Por último, é de referir que as empresas “não índice”, de acordo com o teste de Mann-Whitney-Wilcoxon, para 10% de significância, apresentam níveis de gestão de

resultados inferiores após a entrada em vigor das IFRS. Contudo, este resultado só tem validade estatística quando o teste é realizado de forma unicaudal.

Para se determinar se os valores médios diferem de ano para ano, foi realizado o teste de diferenças de médias para os vários anos em análise. Tais diferenças resultam da média da variável DA do ano mais recente à qual é subtraída a média da DA do ano mais antigo ($DA_i - DA_{i-1}$). Assim, para um nível de confiança de 95% o teste é:

H₀: A média no ano_i é igual à média do ano_j

H₁: A média no ano_i é diferente da média do ano_j

Quadro 7: Teste t para as diferenças das médias para os vários anos

		2002	2003	2004	2005	2006
2002	Diferença das Médias	-				
	p-value	-				
2003	Diferença das Médias	-0,0092 ^(a)	-			
	p-value	0,1400	-			
2004	Diferença das Médias	-0,0083	0,0009	-		
	p-value	0,1936	0,8782	-		
2005	Diferença das Médias	-0,0076	0,0016	0,0007	-	
	p-value	0,2499	0,7913	0,9092	-	
2006	Diferença das Médias	-0,0026	0,0066	0,0057	0,0050	-
	p-value	0,7121	0,2982	0,3786	0,4547	-

(a) Apresentam variâncias diferentes, pelo que o resultado do teste vem corrigido desse efeito

Os resultados obtidos, que se encontram no quadro 7, levam a que não se rejeite a hipótese nula para qualquer combinação de anos, que significa em termos médios, que ao longo do período em análise não houve alteração do comportamento das empresas face à manipulação de resultados.

É de destacar que apesar de haver um aumento médio dos *accruals*, de 2004 para 2005, este não é estatisticamente significativo. Este resultado, dado que se refere à entrada em vigor das IFRS, indicia que poderá não ter havido diferenças significativas nos níveis médios de *earnings management*.

3.4.4 Impacto da Entrada em Vigor das IFRS (2ª Abordagem)

O teste de Mann-Whitney-Wilcoxon parte do pressuposto de que as populações são independentes. É, porém, questionável tal pressuposto no caso em investigação. Os valores dos DA para uma empresa antes da entrada em vigor das IFRS podem não ser independentes dos valores dessa variável após a entrada em vigor das IFRS. Onde, igualmente se aplicaram testes de localização para amostras emparelhadas. Em concreto, foram aplicados o teste do Sinal e do Wilcoxon¹⁴ que comparam a mesma empresa antes e após um dado evento. Em concreto, estes testes assentam na análise de pares de observações (neste caso observações de mesma empresa antes e após a entrada em vigor das IFRS). No caso do teste do Sinal, o par é classificado como mais (+), caso o valor de DA Após-IFRS seja superior ao valor de DA Antes de IFRS e classificado de menos (-) caso o valor de DA Após-IFR seja inferior ao valor de DA Antes de IFRS para uma mesma empresa. Caso não haja alteração de comportamento atribuível à entrada em vigor das IFRS é expectável que 50% das observações tenham sinal (+) e em outros 50% dos casos o sinal sem (-). Onde, a hipótese a testar é a seguinte:

$$H_0: P(+) = P(-) = 1/2$$

$$H_1: P(+) < P(-)$$

O teste de Wilcoxon serve, também, para determinar diferenças nas empresas após determinado acontecimento, complementando o teste do Sinal. Este teste tem aplicabilidade nos casos em que se pretende analisar o comportamento do mesmo indivíduo antes e após um dado evento, uma vez que se baseia na ordenação dos valores absolutos das diferenças antes e após um dado acontecimento para cada um dos indivíduos observados. Com base nessa ordenação, é testado se há alteração da mediana após o evento em estudo. Assim, as hipóteses deste teste são as seguintes:

$$H_0: \text{A mediana pós-IFRS é igual à mediana Pré-IFRS}$$

$$H_1: \text{A mediana pós-IFRS é menor que a mediana Pré-IFRS}$$

¹⁴ Teste descrito em Guimarães (2001, pag. .403).

Tal como para o teste t para as diferenças das médias e para o de Mann-Whitney-Wilcoxon os testes dos sinais e de Wilcoxon foram aplicados à amostra global e às mesmas sub amostras.

O Quadro 8 mostra os resultados quando se compara o ano de 2006 com o de 2004. O quadro comparativo de 2005 e 2004 encontra-se no Anexo 6, para o qual foi remetido pelo facto de não se rejeitar a hipótese nula para os dois testes em nenhuma situação. Donde, não se encontrou diferenças de comportamento de 2004 para 2005.

Quadro 8: Resultados do Teste do Sinal e de Wilcoxon¹⁵

Teste AMOSTRAS	N	Teste do Sinal			Teste de Wilcoxon		
		2006 < 2004 ^(a)	2006 > 2004 ^(b)	p-value	2006 < 2004 ^(c)	2006 > 2004 ^(d)	p-value
Amostra Global	106	50	56	0,3135	52	55	0,230
Empresas Portuguesas	34	19	15	0,304	16	19	0,4065
Empresas Espanholas	72	31	41	0,1445	36	37	0,1335
Bens de Consumo	28	16	12	0,286	16	13	0,1225
Mat Indust. Construção	42	26	16	0,082*	21	23	0,1425
Petróleo e Energia	8	1	7	0,035**	2	5	0,0115**
Serviços de Consumo	19	5	14	0,032**	5	12	0,0015**
Tecnologia e Com.	9	2	7	0,09*	7	5	0,1505
Empresas Índice	32	8	24	0,0035***	14	17	0,002***
Empresas não Índice	63	34	29	0,3075	30	34	0,439
JV	44	20	24	0,326	25	20	0,484
Não JV	62	30	32	0,4495	28	35	0,154

* Valores significativos a 10%

** Valores significativos a 5%

*** Valores significativos a 1%

(a) N° de observações em que a variável DA em 2006 é inferior ao valor observado em 2004

¹⁵Foi realizado estes mesmos teste com base na média do período antes e após, seguindo a mesma metodologia, sendo que os resultados obtidos não diferem significativamente dos obtidos.

- (b) N° de observações em que a variável DA em 2006 é superior ao valor observado em 2004
- (c) Mean Rank das observações em que a variável DA em 2006 é inferior ao valor observado em 2004
- (d) Mean Rank das observações em que a variável DA em 2006 é superior ao valor observado em 2004

As conclusões a extrair do Quadro 8 são similares às obtidas com o Quadro 6. No entanto, é de destacar que as empresas do sector “Bens de Consumo” não evidenciam alteração de comportamentos de 2004 para 2006, enquanto que, tanto o teste t como o teste Mann-Whitney-Wilcoxon do Quadro 6 dão indicação de alteração de comportamento.

É de destacar o facto de as empresas que pertencem ao índice em 2004 e em 2006 evidenciarem um aumento significativo dos *accruals*, reforçando a evidência de alterações de comportamento que já tinham sido patenteados pelo teste t e pelo teste de Mann-Whitney-Wilcoxon.

Pode, pois, concluir-se que esta alteração de comportamentos é notória quando se compara 2004 com 2006 (um ano após a entrada em vigor das IFRS). Este facto pode dever-se a que as empresas em 2006 já têm um conhecimento mais aprofundado destas normas por força da experiência adquirida, o qual ainda não acontecia em 2005. Como tal, conseguem ter uma capacidade acrescida para fazerem gestão de resultados.

Após a adopção, em 2005, das IFRS como normativo contabilístico, uma das mais relevantes implicações só terá impacto em 2006, isto é, os testes de imparidade. Estes resultam da adopção do critério valorimétrico do Justo Valor, em que as empresas que o utilizam são obrigadas a realizar teste de imparidade nos anos após a adopção deste critério, sendo que as perdas/ganhos de imparidade serão relevados na demonstração de resultados¹⁶ desse ano. Assim, só a partir de 2006 é que as empresas realizam estes testes, permitindo aos gestores usarem alguma subjectividade associada aos testes do valor dos activos para fazerem gestão de resultados.

¹⁶ No ano da adopção das normas (2005) a valorização dos activos é compensada directamente por reservas, não afectando os resultados do ano

Além dos testes de imparidade associada ao justo valor, a não amortização do *goodwill* obriga aos mesmos testes de imparidade às participações financeiras detidas pelas empresas adquirentes. Estes também são realizados pela primeira vez em 2006 com impacto nos resultados do ano. É de esperar que as maiores empresas sejam aquelas que detenham um maior número de participações em outras empresas, pelo que esta questão da subjectividade associada ao *goodwill* se faça sentir com maior incidência nas grandes empresas, as quais pertencem aos índices de mercado.

Em termos globais, com base na análise univariada, é possível rejeitar a hipótese de que as IFRS vieram diminuir a prática dos *earnings management*. A resposta à Questão 1 é, pois, a de que não há evidência de que a gestão de resultados tenha globalmente diminuído. Contudo, há indícios que a reacção das empresas que pertencem ao índice tiveram um comportamento distinto das que não pertencem ao índice, dado que as primeiras parecem ter aproveitado a entrada em vigor das IFRS para aumentarem os seus níveis de *accruals* discricionários.

No que se refere à hipótese de a adopção do critério do justo valor induzir as empresas a um maior nível de manipulação de resultados (Questão 2), conclui-se pela análise univariada que não se pode associar as empresas que adoptam um tal critério à prática de níveis de DA mais elevados.

3.4.5 Impacto da Entrada em Vigor das IFRS (3ª Abordagem)

Outra abordagem a realizar é averiguar se dentro de cada quartil a percentagem de empresas que pertencem ao período pré e pós IFRS é igual ao esperado, ou seja se há uniformidade da amostra ou se há concentração de empresas de um dos períodos num determinado quartil.

Dividindo a amostra em quatro quartis, cada um deles tem 134 observações, com a excepção do 4º que só tem 133. Assim, como há 322 observações no período pré IFRS, num total de 535, é de esperar que cada quartil tenha 60,19% de empresas pré IFRS e,

consequentemente, 39,81% pós IFRS. Com base no teste binomial para proporções¹⁷ a hipótese a testar é a seguinte:

H₀: O peso relativo das observações em cada um dos quartis é igual ao esperado

H₁: O peso relativo das observações em cada um dos quartis é diferente ao esperado

Quadro 9: Teste à estrutura dos Quartis

	Quartis				Valor
	25%	50%	75%	100%	Esperado
Pré	81	78	77	86	81
Pós	53	56	57	47	53
N	134	134	134	133	134
Pré	60,45%	58,21%	57,46%	64,66%	60,19%
Pós	39,55%	41,79%	42,54%	35,34%	39,81%
Z	0,062	-0,468	-0,644	1,054	

A estatística Z observada em módulo é sempre inferior a 1,96, pelo que não se rejeita H₀, o que significa que os quartis apresentam uma estrutura comum, não havendo concentração em torno de um valor das observações referentes aos períodos pré e pós IFRS.

Um último teste realizado foi o de saber se as proporções observadas nos quartis extremos são idênticas, ou seja, se o valor 64,66% é estatisticamente diferente de 60,45% e se 39,81% difere de 39,55%. Com base no teste binomial, o Z observado é de -0,7125 para o caso pré IFRS, o qual é inferior em módulo a 1,96 pelo que não se rejeita H₀.

Pode-se concluir que as observações, quer no período pré IFRS quer pós, se distribuem de acordo com o esperado, isto é, reflectem a proporção existente na amostra, inclusive nos quartis mais extremos.

¹⁷ Ver Pestana e Gageiro (2003) p.457

3.4.6 Empresas Índice *versus* Empresas Não Índice

O subcapítulo anterior permitiu ver que as empresas “Índice” apresentam um comportamento distinto das demais. Neste ponto, pretende-se averiguar se há diferenças nos *accruals* entre estes dois conjuntos de empresas, e se a entrada em vigor das IFRS diminuiu ou agravou essas diferenças. Em concreto, pretende-se testar a seguinte hipótese:

H₀: As empresas que pertencem ao índice PSI20 ou IBEX35 apresentam os mesmos níveis de *earnings management* do que aquelas que não pertencem a qualquer destes índice de cotações.

H₁: As pertencentes ao índice apresentam níveis de gestão de resultados inferiores às empresas que não integram os índices.

Esta hipótese será testada em três circunstâncias distintas: *i*) tendo em consideração todo o período em análise; *ii*) para o período Pré-IFRS; *iii*) para o período Pós-IFRS.

Para este efeito foram realizados o teste t às diferenças das médias e o teste de Mann-Whitney-Wilcoxon. Os resultados são exibidos no Quadro 10.

Quadro 10: Resultados do Teste t e de Mann-Whitney-Wilcoxon para as Empresas Índice e Não Índice

Tipo de Teste		PARAMÉTRICO				NÃO PARAMÉTRICO			
		Teste T				Mann-Whitney-Wilcoxon			
AMOSTRAS		N	Média	t	p-value	N	Médio	Z	p-value
Todo o Período	Índice	188	0,04123	4,03	0,0000***	188	219	-5,36	0,0000***
	Não Índice	347	0,05793			347	294		
Pré IFRS	Índice	112	0,03713	4,41	0,0000***	112	124	-5,34	0,0000***
	Não Índice	210	0,05958			210	182		
Pós IFRS	Índice	76	0,04727	1,16	0,1231	76	97	-1,80	0,0365**
	Não Índice	137	0,05541			137	113		

* Valores significativos a 10%

** Valores significativos a 5%

*** Valores significativos a 1%

Os resultados obtidos estão em consonância com o que se esperava. As empresas “Índice” apresentam níveis de *accruals* mais baixos que as empresas “Não Índice”, o que vem ao encontro do argumento da visibilidade que estas empresas têm e do seu efeito disciplinador sobre elas. Porém, esta diferença desaparece no período Pós-IFRS. Para um nível de confiança de 95% (com base no teste *t*), já não se pode afirmar que as empresas “Índice” apresentem níveis de *accruals* diferentes das “Não Índice”. Esta aproximação deve-se, essencialmente, ao aumento dos *earnings management* das empresas “Índice” e não a uma diminuição nas empresas “Não Índice”.

Estes resultados vêm, pois, confirmar os obtidos anteriormente, que indicam que as empresas “Índice” após a entrada das IFRS passaram a apresentar níveis acrescidos de *accruals* discricionários. Após a entrada em vigor das IFRS, os níveis de *accruals* discricionários não são estatisticamente distintos (com base no teste *t*) entre as empresas “Índice” e “Não Índice”. Uma explicação possível para este facto é, como já se referiu anteriormente, o facto de estas empresas que estão sujeitas a um mais elevado escrutínio que as demais, terem aproveitado a mudança de normativo para «compor» as suas contas.

3.4.7 Empresas Portuguesas versus Empresas Espanholas

A questão à qual se procura responder agora é a de saber se há diferenças dos níveis de gestão de resultados em Portugal e em Espanha, e se a entrada em vigor das IFRS originou alterações na forma como estas empresas se comparam. Não há, *à priori*, razão para esperar que o nível de gestão de resultados seja distinto entre os dois países. Para esse efeito foi formulada a seguinte hipótese:

H₀: Portugal e Espanha apresentam os mesmos níveis de gestão de resultados.

H₁: Portugal e Espanha apresentam os níveis diferentes de gestão de resultados.

Para testar esta hipótese foi realizado, uma vez mais, o teste *t* às diferenças de média e o teste de Mann-Whitney-Wilcoxon. O Quadro 11 exhibe os resultados obtidos.

Quadro 11: Resultados do Teste do t e de Mann-Whitney-Wilcoxon para Portugal e Espanha

Tipo de Teste		PARAMÉTRICO			NÃO PARAMÉTRICO		
		Teste T			Mann-Whitney-Wilcoxon		
AMOSTRAS		N	Média	p-value	N	Médio	p-value
Excluindo Outliers							
Todo o Período	Portuguesas	170	0,0561	0,1672	170	289	0,0330*
	Espanholas	365	0,0502		365	258	
Pré-IFRS	Portuguesas	102	0,0543	0,4919	102	170	0,2500
	Espanholas	220	0,0506		220	157	
Pós-IFRS	Portuguesas	68	0,0589	0,1939	68	119	0,0474*
	Espanholas	145	0,0495		145	101	
Amostra Total							
Todo o Período	Portuguesas	170	0,0561	0,7568 ^(a)	170	289	0,1138
	Espanholas	375	0,0576		375	266	
Pré-IFRS	Portuguesas	102	0,0543	0,7819	102	170	0,4214
	Espanholas	225	0,0561		225	161	
Pós-IFRS	Portuguesas	68	0,0589	0,9171	68	119	0,1239
	Espanholas	150	0,0599		150	105	

(a) Apresentam variâncias diferentes, pelo que o resultado do teste vem corrigido desse efeito

* Valores significativos a 10%

** Valores significativos a 5%

*** Valores significativos a 1%

Considerando a amostra total (isto é, incluindo os valores *outliers* que respeitam integralmente a empresas espanholas) constata-se que as empresas espanholas, em média, apresentam níveis de *accruals* sempre superiores aos das empresas portuguesas. No entanto, há uma aproximação das médias no período Pós-IFRS. Quando se retiram da análise os valores extremos as conclusões são opostas. Isto é, as empresas espanholas passam a apresentar níveis médios mais baixos do que as portuguesas. Estes resultados devem-se, fundamentalmente, ao facto de no período Pós-IFRS existirem empresas espanholas que apresentam níveis muito elevados de *earnings management*. Porém, em nenhum caso se rejeita a hipótese de as médias serem idênticas, pelo que segundo o teste t para as diferenças das médias verifica-se que não há diferenças estatisticamente significativas entre os níveis de *earnings management* entre Portugal e Espanha.

Quando se analisam os resultados com base no teste de Mann-Whitney-Wilcoxon, em que a base é a mediana, sendo o efeito dos *outliers* minimizado, as empresas portuguesas apresentam níveis de *accruals* sempre superiores às espanholas. No

entanto, estas diferenças só são estatisticamente significativas quando se excluem os *outliers*.

Em síntese, considerando a totalidade da amostra, não há diferenças significativas entre as empresas portuguesas e espanholas, tanto no que respeita à média como à mediana. Porém, se retirados os *outliers* (na sua totalidade empresas cotadas em Madrid) continua a concluir-se que as médias são idênticas, mas há evidência de que a mediana das empresas portuguesas é superior à mediana das empresas espanholas, tanto quando se incluem os dois períodos, como quando se considera somente o período Pós-IFRS.

3.4.8 Empresas que Adoptam o Critério do Justo Valor versus Outras

No presente ponto, comparam-se as empresas que, após a introdução das IFRS, adoptaram o critério valorimétrico do justo valor face às demais. Em concreto, a hipótese que se pretende testar agora é a seguinte:

H₀: As empresas que adoptaram o critério do justo valor apresentam níveis de gestão de resultados idênticos às demais empresas.

H₁: As empresas que adoptaram o critério do justo valor apresentam níveis de gestão de resultados superiores às demais.

Note-se que, *à priori*, se espera que os níveis de resultados sejam idênticos para o período Pré-IFRS e sejam mais elevados no período Pós-IFRS. Donde, a hipótese alternativa deveria ser definida em termos unilaterais para o período Pós-IFRS.

O Quadro 12 exhibe os resultados obtidos para o teste t para as diferenças das médias, bem como os referentes ao teste de Mann-Whitney-Wilcoxon.

Quadro 12: Resultados do Teste *t* e de Mann-Whitney-Wilcoxon por JV

Tipo de Teste		PARAMÉTRICO				NÃO PARAMÉTRICO			
Teste		Teste T				Mann-Whitney-Wilcoxon			
AMOSTRAS		N	Média	t	p-value	Ranking		Z	p-value
		N	Médio			N	Médio	Z	p-value
Todo o Período	JV	225	0,0479	1,78	0,0382**	225	256	-1,58	0,0561*
	Não JV	310	0,0551			310	277		
Pré IFRS	JV	137	0,0487	1,06	0,1453	137	154	-1,18	0,1191
	Não JV	185	0,0540			185	167		
Pós IFRS	JV	88	0,0466	1,55	0,0614 ^{(a)*}	88	102	-1,01	0,1579
	Não JV	125	0,0567			125	111		

(a) Apresentam variâncias diferentes, pelo que o resultado do teste vem corrigido desse efeito

* Valores significativos a 10%

** Valores significativos a 5%

*** Valores significativos a 1%

Tal como esperado, rejeita-se a hipótese nula de ambos os grupos de empresas apresentarem níveis de gestão de resultados idênticos. Porém, as empresas que adoptaram o critério do justo valor apresentam sempre níveis de *earnings management* inferiores às restantes.

Uma das explicações possíveis poderá ser o facto de, na sua maioria, as empresas que adoptaram o critério de justo valor pertencerem ao índice PSI20 ou ao índice IBEX35, e como estas apresentam menores níveis de *accruals*, a explicação reside não no facto da adopção deste critério valorimétrico, mas sim no facto de pertencerem ao índice e serem de grande dimensão.

Para determinar esta associação recorreu-se a uma tabela de contingência¹⁸ que permite determinar se há alguma relação entre as empresas pertencerem ao Índice e a adopção do justo valor como critério de mensuração dos seus activos. Assim, a hipótese a testar é a da independência entre as variáveis JV e Índice.

O Quadro 13 mostra a tabela que permite realizar o teste de independência do Qui-Quadrado.

¹⁸ Sobre tabelas de contingência vide Pestana e Gageiro (2003, p. 135).

Quadro 13: Teste de Independência do Qui-Quadrado

		Índice		Total
		Não Pertence	Pertence	
JV	Não Adopta	202	108	310
	Adopta	145	80	225
Total		347	188	535

A estatística de teste Qui-Quadrado obtida foi de 0,03, que compara com um valor crítico de 3,84, valor a partir do qual se rejeita a hipótese nula para um nível de confiança de 95% e para um grau de liberdade. Assim, conclui-se que as variáveis são independentes. Donde, de acordo com este teste, o facto de as empresas que adoptaram o justo valor apresentarem *accruals* discricionários mais baixos, embora não estatisticamente significativos, salvo o caso acima referido, não é derivado do facto de as empresas pertencerem ao Índice.

Se os gestores optarem pelo critério do justo valor como forma de sobrevalorizar os seus activos, e assim manipularem os resultados das suas empresas, é de esperar que após a entrada das IFRS haja uma correlação positiva entre os níveis de *earnings management* e o peso relativo do imobilizado no activo (*Imob_act*). No período que antecede a entrada das novas normas contabilísticas não deverá existir relação entre estas duas variáveis. Surge, então, a necessidade de testar a hipótese de as empresas que adoptaram o critério do justo valor apresentarem uma correlação positiva entre o peso relativo do imobilizado no activo e os *earnings management* após a entrada em vigor das IFRS.

Quadro 14: Coeficiente de Correlação de Pearson entre DA e Imob_Act

Coeficiente Correlação	PERÍODO		
	Global	Pré-IFRS	Pós-IFRS
Imo_Act	-0,2002***	-0,2533***	-0,1257**

** Valores significativos a 5%

*** Valores significativos a 1%

Como se pode constatar pelos resultados que constam do Quadro 14, há uma correlação negativa entre as variáveis Imo_Act e DA. Porém, no período Pós-IFRS o nível de

significância reduziu-se de 1% para 5%, denotando (ainda que de forma muito ténue) uma alteração de tendência.

Donde, a ausência de um efeito positivo da variável JV sobre a variável DA, terá ficado a dever-se ao facto de as empresas que optaram por tal critério terem sido empresas com valores mais baixos para o peso relativo do imobilizado no activo. Donde, não se conjugou na amostra e no período em estudo a opção pelo critério do justo valor com balanços em que o activo imobilizado apresenta um peso expressivo.

Aqui igualmente se testou se empresas Índice apresentam, em média, percentagens do imobilizado sobre o activo superiores às restantes, dada a sua maior dimensão.

Para testar esta hipótese recorreu-se ao teste t e ao de Mann-Whitney-Wilcoxon, os quais se encontram no quadro 15

Quadro 15: Teste t e de Mann-Whitney-Wilcoxon para a variável IMO_ACT

Tipo de Teste		PARAMÉTRICO			NÃO PARAMÉTRICO		
Teste		Teste T			Mann-Whitney-Wilcoxon		
AMOSTRAS		N	Média	p-value	N	Médio	p-value
Todo o Período	Índice	188	66,33%	0,0000***	188	336	0,0000***
	Não Índice	347	53,15%		347	231	

*** Valores significativos a 1%

Verifica-se, pois, para todo o período em análise, que as empresas “Índice” apresentam um peso relativo do seu imobilizado no activo superior às empresas “Não Índice”. Isto significa que a correlação negativa entre a variável Imo_Act e DA advém, pelo menos em parte, do facto de as empresas que pertencem ao Índice apresentam níveis de *accruals* inferiores. Além de que, após as IFRS, as empresas Índice passam a apresentar níveis de *accruals* superiores, o que contribui para explicar que a correlação deixe de ser estatisticamente significativa para um nível de confiança de 99%.

3.4.9 Análise por Sectores de Actividade

As empresas de diferentes sectores de actividade reagiram, como se viu anteriormente, de forma distinta à entrada das IFRS. Porém, neste ponto, procura-se analisar se há sectores de actividade que apresentam níveis de *accruals* discricionários acima dos demais, ou se pelo contrário se pode concluir que apresentam níveis idênticos. Uma vez mais, de igual modo, se pretende perceber se o padrão que se verifica para a totalidade do período da amostra, para o período Pré-IFRS e para o período Pós-IFRS. Em concreto, neste ponto o objectivo é determinar o seguinte:

H₀: Os sectores de actividade i e j apresentam os mesmos níveis de gestão de resultados.

H₁: Os sectores de actividade i e j apresentam níveis de gestão de resultados distintos.

O Quadro 16 apresenta as médias para a totalidade do período. O Quadro 17 evidencia os p-values obtidos para o teste t para as diferenças das médias e para o teste de Mann-Whitney-Wilcoxon. Os Quadros 18 e 19 referem-se ao período pré-IFRS e os Quadros 20 e 21 reportam-se ao período Pós-IFRS.

Quadro 16: Média por Sector para Todo o Período em Análise

SECTORES	N	Média
Bens de Consumo	140	0,05141
Mat. Indus. Const.	210	0,05796
Petróleo Energ.	40	0,01609
Serviços Consumo	97	0,04916
Tecnolog. Comunic.	48	0,06400

O sector “Tecnologias de Comunicação” é aquele que apresenta a média mais elevada e o “Petróleo e Energia” apresenta a média mais baixa.

Quadro 17: p-value Para o Teste t e para o Teste de Mann-Whitney-Wilcoxon (Todo o Período)

SECTORES		Bens de Consumo	Mat. Indus. Const.	Petróleo Energ.	Serviços Consumo	Tecnolog. Comunic.
Bens de Consumo	Média	-				
	Mean Rank	-				
Mat. Indus. Const.	Média	0,1928	-			
	Mean Rank	0,2163	-			
Petróleo Energ.	Média	0,0000*** ^(a)	0,0000*** ^(a)	-		
	Mean Rank	0,0000***	0,0000***	-		
Serviços Consumo	Média	0,7008	0,1277	0,0000*** ^(a)	-	
	Mean Rank	0,4857	0,0671*	0,0000***	-	
Tecnolog. Comunic.	Média	0,1522 ^(a)	0,4421	0,0000*** ^(a)	0,0860*	-
	Mean Rank	0,2855	0,6760	0,0000***	0,1187	-

(a) Apresentam variâncias diferentes, pelo que o resultado do teste vem corrigido desse efeito

* Valores significativos a 10%

** Valores significativos a 5%

*** Valores significativos a 1%

Por esta tabela conclui-se que a média do sector “Tecnologia e Comunicações” é estatisticamente superior ao “Petróleo e Energia” e ao sector “Serviços de Consumo”. De igual modo, conclui-se que o sector “Petróleo e Energia” apresenta níveis de gestão de resultados abaixo das demais.

Quadro 18: Média por Sector para o Período Pré-IFRS

SECTORES	N	Média
Bens de Consumo	84	0,0570
Mat. Indus. Const.	126	0,0613
Petróleo Energ.	24	0,0117
Serviços Consumo	58	0,0382
Tecnolog. Comunic.	30	0,0552

Quadro 19: p-value para o Teste t e para o Mann-Whitney-Wilcoxon (Pré-IFRS)

SECTORES		Bens de Consumo	Mat. Indus. Const.	Petróleo Energ. ¹⁹	Serviços Consumo	Tecnolog. Comunic. ²⁰
Bens de Consumo	Média	-				
	Mean Rank	-				
Mat. Indus. Const.	Média	0,4881	-			
	Mean Rank	0,3981	-			
Petróleo Energ.¹⁹	Média	0,0000*** ^(a)	0,0000*** ^(a)	-		
	Mean Rank	0,0000***	0,0000***	-		
Serviços Consumo	Média	0,0039*** ^(a)	0,0001*** ^(a)	0,0000*** ^(a)	-	
	Mean Rank	0,0117**	0,0006***	0,0000***	-	
Tecnolog. Comunic.²⁰	Média					-
	Mean Rank	0,3143	0,1203	0,0006***	0,5154	-

(a) Apresentam variâncias diferentes, pelo que o resultado do teste vem corrigido desse efeito

* Valores significativos a 10%

** Valores significativos a 5%

*** Valores significativos a 1%

O nível inferior da variável DA para as empresas do sector “Petróleo e Energia” é igualmente patente na amostra Pré IFRS.

Quadro 20: Média por Sector para o Período Pós-IFRS

SECTORES	N	Média
Bens de Consumo	56	0,04309
Mat. Indus. Const.	84	0,05289
Petróleo Energ.	16	0,02263
Serviços Consumo	39	0,06539
Tecnolog. Comunic.	18	0,07867

¹⁹ Dado que o número de observações é inferior a 30 realizou-se o teste para se determinar a normalidade das observações. Uma vez verificado este pressuposto os resultados do teste t são robustos.

²⁰ As observações referentes a este sector não seguem uma distribuição normal e como tem menos de 30 observações não se pode inferir a estatística t

Quadro 21: *p-value* para o Teste *t* e para o Mann-Whitney-Wilcoxon (Pós-IFRS)

SECTORES		Bens de Consumo	Mat. Indus. Const.	Petróleo Energ. ²¹	Serviços Consumo	Tecnolog. Comunic. ²²
Bens de Consumo	Média	-				
	Mean Rank	-				
Mat. Indus. Const.	Média	0,2102 ^(a)	-			
	Mean Rank	0,4961	-			
Petróleo Energ.²¹	Média			-		
	Mean Rank	0,0191**	0,0090***	-		
Serviços Consumo	Média	0,0405** ^(a)	0,2293		-	
	Mean Rank	0,0496**	0,2008	0,0005***	-	
Tecnolog. Comunic.²²	Média	0,0019***	0,0498**		0,3848	-
	Mean Rank	0,0006***	0,0093***	0,0001***	0,0959*	-

(a) Apresentam variâncias diferentes, pelo que o resultado do teste vem corrigido desse efeito

* Valores significativos a 10%

** Valores significativos a 5%

*** Valores significativos a 1%

Quando se comparam os períodos Pré e Pós-IFRS tornam-se evidentes alterações significativas nas médias obtidas para a variável DA. Assim, o sector “Serviços e Consumo” passa de uma média de 0,0382 para 0,06539, o que significa que no período Pré-IFRS este sector apresenta níveis de *accruals* inferiores a todos os outros sectores (com a excepção face ao “Petróleo e Energia”). Quando se estabelece uma comparação entre este sector e os outros no período Pós-IFRS já não apresenta um valor de DA inferior. Pelo contrário, não só é superior ao sector “Petróleo e Energia”, como excede a média do sector “Bens de Consumo”. Pode-se, assim, afirmar, que as empresas pertencentes a este sector, com a entrada em vigor das IFRS, alteram o seu comportamento, sendo patente um incremento do nível de gestão de resultados.

Outro resultado a destacar é o do sector “Tecnologia e Comunicação” que no período Pré-IFRS apresentava uma média da variável DA estatisticamente idêntica a todos os sectores (com a excepção do “Petróleo e Energia”) e que após as IFRS apresenta uma média superior de *accruals* face a todos os outros sectores. Por último, importa referir que o sector “Petróleo e Energia” apresenta médias de DA sempre inferiores aos outros sectores.

²¹ As observações referentes a este sector não seguem uma distribuição normal e como tem menos de 30 observações não se pode inferir a estatística *t*.

²² Dado que o número de observações é inferior a 30 realizou-se o teste para se determinar a normalidade das observações. Uma vez verificado este pressuposto, os resultados do teste *t* são robustos.

3.5 Análise Multivariada

3.5.1 – Introdução

Para determinar o impacto da entrada em vigor das IFRS, além da análise univariada, recorreu-se a uma análise multivariada²³. Neste ponto apresenta-se o modelo estimado para esse efeito. Este modelo foi estimado por OLS em consonância com o que usualmente aplicado na literatura do género (eg. Klein (2002), Tendeloo e Vanstraelen (2005), Cohen et al. (2005)).

A variável dependente é, obviamente, DA. Quanto às variáveis explicativas, para captar o efeito da adopção das novas regras de relato financeiro no nível de *accruals* discricionários (Questão 1) recorreu-se a uma variável *dummy* (IFRS), que assume o valor zero para o período Pré-IFRS e o valor um para o período Pós-IFRS.

A introdução do critério do justo valor pode ter impacto na gestão de resultados (Questão 2), apesar de a análise univariada efectuada não o indicar como provável. Assim, no modelo foi introduzida uma variável *dummy* que assume o valor zero quando a empresa a que a observação respeita não aplica o critério do justo valor e o valor um em caso contrário²⁴.

Além desta variável, utilizou-se uma variável *dummy* denominada País, cujo objectivo é apurar se o impacto é idêntico ou distinto em Portugal e em Espanha. Esta variável assume o valor zero para as empresas espanholas e o valor um para as empresas portuguesas.

Nos capítulos de revisão da literatura e de descrição da metodologia ficou já claro que os níveis de gestão de resultados dependem fortemente do sector de actividade da

²³ Para a análise multivariada foram consideradas 523 observações (em vez de 535) devido a falta de informação necessária para o cálculo de algumas variáveis.

²⁴ Considerou-se que a empresa aplica o critério do justo valor quando refere expressamente no respectivo relatório e contas ao sua utilização para a valorização de pelo menos para uma rubrica do imobilizado corpóreo ou incorpóreo.

empresa. A análise univariada veio confirmar essa influência. Donde, apesar da distribuição sectorial das empresas não ser distinta antes e após a entrada em vigor das IFRS, importa captar este efeito dado que é relevante para a determinação da variável dependente, para o que é necessário recorrer a variáveis *dummy*²⁵ que identifiquem o sector de cada empresa.

Da análise univariada resultou que as empresas que pertencem ao índice amostral mais representativo de cada mercado podem ter tido comportamento distinto das demais, pelo que no modelo foi introduzida uma variável designada Índice, que assume o valor um quando uma determinada empresa pertence ao índice (PSI20 ou IBEX35) e zero quando tal não acontece. O critério de escolha das empresas para pertencer aos índices é, fundamentalmente, a respectiva liquidez bolsista, pelo que esta variável distingue as empresas mais líquidas das demais.

Autores como Watts and Zimmermann (1990), Young (1999), Tendeloo e Vanstraelen (2005) e Goncharov e Zimmermann (2006) referem que a dimensão da empresa pode influenciar os níveis de gestão de resultados. Assim, considerar-se-á o logaritmo do activo como *proxy* da dimensão. Uma razão explicativa para o efeito dimensão prende-se com o facto de que quanto maior for a empresa, pressupostamente, maior atenção recebe das autoridades de mercado, dos analistas financeiros e dos órgãos de comunicação social, o que leva a que estas empresas tenham menos possibilidades de introduzir discricionariedade no reporte financeiro e apresentem níveis de gestão de resultados mais baixos que as restantes. Note-se que as empresas que incluem os índices também estão, pressupostamente, sujeitas a uma maior exposição e escrutínio que as demais. Porém, as empresas do índice são as mais líquidas e não necessariamente as maiores. Além disso, entre as empresas integrantes dos índices PSI20 e IBEX35 há dimensões muito distintas, tendo as maiores dimensões que excedem várias vezes a dimensão das mais pequenas²⁶ importa, por isso, incluir ambas as variáveis.

²⁵ Para o modelo OLS ser estimado usando variáveis *dummy*, deve-se ter no modelo $m-1$ categorias. Isto significa que se tratando de 5 sectores só se considerou 4 variáveis *dummy* já que para o sector “Tecnologia e Comunicação” resulta do facto de todas as variáveis *dummy* serem zero. Ver Gujarati (1995) p 505.

²⁶ Para o IBEX35 ,a empresa com maior capitalização bolsista representa 113 vezes a mais pequena. No caso do PSI20 o rácio entra a maior e a menor é de 1.002

Não existe um consenso alargado sobre o efeito do nível de endividamento na gestão de resultados. Autores como Sweeney (1994), DeFond e Jiambalvo. (1994), Dichev e Skinner (2002) constataam que há gestão de resultados acrescida quando as empresas apresentam maiores níveis de endividamento. Em contrapartida, Beneish e Press (1993) e DeAngelo (1994) concluíram que os níveis de endividamento não são relevantes para explicar os níveis de *accruals* discricionários. No modelo será considerada a variável nível de endividamento, sendo que esta é mensurada pelo peso da dívida remunerada na capitalização bolsista (Dívida_MV).

Influenciar a evolução no curto prazo das cotações das acções é, como se viu no Capítulo 1, uma das principais motivações para a prática de *earnings management*. Tal influência visa, por exemplo, a maximização dos encaixes em operações de aumentos de capital (Rangan, 1998; Teo, 1998) a utilização da variável “Cap” pretende determinar este efeito, uma vez que é esperado que, no ano anterior ao aumento de capital, haja gestão resultados. Assim, esta variável dummy assume o valor 1 no ano anterior ao aumento de capital²⁷. Potenciar o efeito de stock-splits (Louis, 2005) é outra motivação referida, pelo que a variável dummy “Sp”²⁸ foi introduzida no modelo, seguindo a mesma lógica dos aumentos de capital.

Jensen (2004) refere que a principal razão para os escândalos contabilísticos nos finais dos anos 90, princípio do século XXI, foi a escalada anormal das cotações que criou uma bolha especulativa. Estudos de Cheng e Warfield. (2005), Cohen et al. (2005) e Kothari (2006) vêm dar sustentação empírica a esta tese. Nos termos desta corrente, defraudar as expectativas dos analistas, quando estas estão muito altas, é muito penalizador para os gestores, pelo que é neste contexto que estes mais tendem a praticar fraudes contabilísticas. Além disso, será de esperar que as expectativas dos analistas sejam tanto mais elevadas quanto melhor é a conjuntura bolsista. Assim, é de esperar que quanto maior for a variação anual do índice de mercado maior seja o incentivo para *manipular* os resultados. Por isso, foi incluída no modelo uma variável (PSI_IBEX) que

²⁷ No período considerado houve 109 aumentos de capital.

²⁸ No período considerado efectuaram-se 24 *stock splits*.

é a rentabilidade²⁹ do índice PSI20, quando estão em causa observações de empresas portuguesas, e a rentabilidade do índice IBEX35, quando estão em causa empresas espanholas. A variável PSI_IBEX foi calculada para o ano a que respeitam as contas e não para o ano seguinte (o da divulgação), altura em que a evolução do índice pode ser consequência, mas já não será seguramente a causa da gestão de resultados.

Por outro lado, é igualmente de esperar que as divergências da empresa face à situação global do mercado também sejam relevantes na explicação da variável DA. Donde, uma segunda variável incluída consiste na diferença entre o retorno absoluto da empresa no ano a que respeitam as contas e o retorno absoluto do índice nesse mesmo ano (Var_Indice). Também aqui não há um problema de causalidade dado que a gestão de resultados influencia as cotações do ano seguinte e não as cotações do ano a que respeitam. A lógica subjacente a esta variável é a de que se as empresas no ano em que apresentam uma performance bolsista acima do mercado, tanto em conjunturas de mercado positivas, como em conjunturas negativas, poderão ser tentadas a gerir resultados para sustentar essa performance. À luz destas teses, espera-se um coeficiente positivo para esta variável. De igual modo, será de esperar que quanto maior seja a performance de uma empresa face ao mercado, maiores sejam as expectativas do mercado quanto aos resultados futuros. Donde, a pressão para não defraudar essas expectativas tenderá a ser tanto maior, quanto melhor seja a performance relativa da empresa no ano a que respeitem as suas contas, pelo que se introduziu a variável Var_Ext_P. Esta dummy assume o valor 1 para as empresas que, em cada ano, pertençam às 10 maiores variações positivas face ao índice de mercado.

O raciocínio inverso também é lícito, dado que é de esperar que as empresas que apresentem piores performances, tenham de *per si* incentivos a melhorar a sua rentabilidade, pelo que a variável dummy Var_Ext_N assume o valor 1 para as empresas que se incluam nas 10 mais baixas variações face ao índice em cada um dos anos considerados.

²⁹ A rentabilidade do índice está ajustada pelos dividendos pagos, dado ter-se usado a versão PSI20 Total Return.

A inclusão da variável variação percentual do E.B.I.T.D.A.³⁰ (R_EBITDA) tem a ver com o facto de Dechow et al. (1995) e Young (1999) evidenciarem que a performance operacional tem influência sobre os *earnings management*.

Outro factor referenciado pela literatura é a maximização da remuneração dos gestores baseada em *stock-options* (Healey, 1985; Gaver, 1995; Holthausen, 1995; Bergstresser, 2004; Cheng, 2005). Contudo, não foi possível obter dados referentes à remuneração dos gestores das empresas portuguesas e espanholas para o período em análise.

3.5.2 – Correlações

Antes da estimação do modelo procedeu-se ao cálculo das correlações entre as variáveis quantitativas e a variável DA. O Quadro 22 mostra a correlação de Pearson entre a variável DA e todas as variáveis quantitativas usadas nesta análise.

Quadro 22: Correlação de Pearson entre DA e as Variáveis Explicativas de Natureza Quantitativa

CORRELAÇÃO PEARSON	TODO O PERÍODO		PRÉ-IFRS		PÓS-IFRS	
	Coefficiente Correlação	p-value	Coefficiente Correlação	p-value	Coefficiente Correlação	p-value
Log_Act	-0,2171	0,0000***	-0,2661	0,0000***	-0,1552	0,0235**
Dívida_MV	0,0985	0,0233**	0,1240	0,0273**	0,0844	0,2197
Var_Indice	0,1248	0,0041***	0,0597	0,2923	0,1774	0,0095***
R_EBITDA	0,0413	0,3400	0,0556	0,3195	0,0095	0,8898
PSI_IBEX	-0,0489	0,2585	-0,0886	0,1124	0,0280	0,6841

* Valores significativos a 10%

** Valores significativos a 5%

*** Valores significativos a 1%

Log_Act – Logaritmo do activo total no ano t;

Dívida_MV – Dívida Remunerada³¹ do ano t a dividir pela Capitalização Bolsista do final do ano t;

³⁰ Esta foi a melhor proxy dentro dos dados disponíveis para medir a performance operacional da empresa.

³¹ Está considerada a de curto e longo prazo

Var_Índice – Retorno anual³² da empresa j no ano t menos o Retorno anual do Índice no ano t³³;

R_EBITDA – EBITDA da empresa j no ano t menos o EBITDA da empresa j no ano t-1 a dividir pelo EBITDA da empresa j no ano t-1;

PSI IBEX – Retorno do índice PSI20 ou IBEX35 no ano t.

Para todas as variáveis, o ano t é o ano a que respeitam as contas e o ano t+1 é o ano em que ocorre a sua divulgação.

Dos resultados obtidos destaque-se que a correlação obtida entre a variável DA e Log_Act é de -0,217 e é estatisticamente significativa tal como a teoria prediz, o que quer dizer que, em termos univariados, quanto maior for a empresa menor são os níveis de gestão de resultados.

Saliente-se ainda que há uma relação positiva entre a gestão de resultados e o nível de endividamento, quer no período Pré-IFRS, quer no período global. Este facto vem de encontro aos argumentos de Sweeney (1994), DeFond e Jiambalvo (1994), Dichev et al. (2000) que referem que as empresas tendem a manipular resultados quando os seus níveis de endividamento são elevados e estão perto de violar as *covenants* incluídas nos seus contratos de financiamento. É, no entanto, de destacar que este efeito desaparece no período Pós-IFRS, o que pode ter como explicação o elevado detalhe de informação obrigatório a revelar ao mercado, reduzindo-se por isso a assimetria de informação e a possibilidade e o incentivo para gerir resultados.

As empresas que apresentam rentabilidades superiores face ao índice têm um coeficiente de correlação positivo com a proxy de gestão de resultados. Estes valores apontam no sentido da sustentação da tese de que as empresas tendem a gerir os seus resultados tendo em vista sustentar as suas cotações no mercado, em alturas em que as expectativas do mercado face a essas empresas se encontram em alta. No entanto, a correlação obtida no período Pré-IFRS não é estatisticamente significativa.

³² Capitalização bolsista no final do ano i menos a Capitalização Bolsista no ano i-1 a dividir pela capitalização bolsista do ano i-1.

³³ PSI20 ou IBEX35 conforme se trate, respectivamente, de uma empresa portuguesa ou espanhola.

A rentabilidade operacional da empresa e a variação do índice não apresentam qualquer relação estatisticamente relevante com a variável DA.

3.5.3 – Regressões

Decorrente de tudo o que foi referido, o modelo estimado por OLS é, em concreto, o que se segue:

$$\begin{aligned} DA = & \beta_1 + \beta_2 * País + \beta_3 * Bens_Cons + \beta_4 * Mat_Ind + \beta_5 * Petr_Ener + \\ & \beta_6 * Serv_Cons + \beta_7 * IFRS + \beta_8 * JV + \beta_9 * Log_Act + \beta_{10} * Índice + \\ & \beta_{11} * Dívida_MV + \beta_{12} * Var_Índice + \beta_{13} * R_EBITDA + \beta_{14} * PSI_IBEX + \\ & \beta_{15} * Cap + \beta_{16} * Sp + \beta_{17} * Var_Ext_N + \beta_{18} * Var_Ext_P + \varepsilon_i \end{aligned} \quad [3.4]$$

Em que:

País – Variável *dummy* que assume o valor zero se for uma empresa espanhola e um se for portuguesa;

Bens_Cons – Variável *dummy* que assume o valor um se pertencer ao sector Bens de Consumo e zero se pertencer a outro sector;

Mat_Ind - Variável *dummy* que assume o valor um se pertencer ao sector Materiais, Indústria e Materiais de Construção e zero se pertencer a outro sector;

Petr_Ener - Variável *dummy* que assume o valor um se pertencer ao sector Petróleo e Energia e zero se pertencer a outro sector;

Serv_Cons - Variável *dummy* que assume o valor um se pertencer ao sector Serviços de Consumo e zero se pertencer a outro sector;

IFRS – Variável *dummy* que assume o valor zero para o período pré-IFRS e um para o período pós-IFRS;

JV – Variável *dummy* que assume o valor zero para as empresas que não adoptaram o critério do justo valor e um para aquelas que o adoptaram;

Log_Act – Logaritmo do activo total;

Índice – Variável *dummy* que assume o valor zero se a empresa num determinado ano não pertence ao IBEX35 ou PSI20 um em caso contrário

Dívida_MV – Dívida Remunerada do ano t a dividir pela Capitalização Bolsista do ano t ;

Var_Índice – Retorno da empresa j no ano t menos o Retorno do Índice no ano t ;

R_EBITDA – EBITDA da empresa j no ano t menos o EBITDA da empresa j no ano $t-1$ a dividir pelo EBITDA da empresa j no ano $t-1$;

PSI IBEX – Retorno do índice PSI ou IBEX no ano t ;

Cap – Variável dummy que assume o valor 1 no ano t se a empresa realizou um aumento de capital no ano $t+1$; 0 caso contrário;

Sp – Variável dummy que assume o valor 1 no ano t se a empresa realizou um aumento *stock split* no ano $t+1$; 0 caso contrário;

Var_Ext_N – Variável dummy que assume o valor 1 no ano t para as 10 empresas que, em cada ano, apresentam valores mais baixos para a diferença do retorno da acção face ao índice respectivo;

Var_Ext_P – Variável dummy que assume o valor 1 no ano t para as 10 empresas que, em cada ano, apresentam valores mais elevados para a diferença do retorno da acção face ao índice respectivo.

Uma vez mais, para todas as variáveis, o ano t é o ano a que respeitam as contas.

Com base na análise univariada constata-se que, além dos sectores, as empresas índice e não índice apresentam comportamentos diferenciados com a introdução das IFRS, pelo que o modelo foi estimado quer globalmente, quer tendo em consideração apenas as empresas pertencentes ao índice e as que não pertencem ao índice. O Quadro 23 apresenta os resultados obtidos.

Quadro 23: Resultados da Estimação (1)

Variáveis	GLOBAL			ÍNDICE			NÃO ÍNDICE		
	Coef.	t	p-value	Coef.	t	p-value	Coef.	t	p-value
Constante	0,0949	4,55	0,0000***	0,1225	3,11	0,0022***	0,0779	2,68	0,0077***
País	-0,0006	-0,12	0,9033	0,0033	0,45	0,6565	-0,0008	-0,11	0,9113
Bens_Cons	-0,0129	-1,44	0,1519	0,0051	0,35	0,7248	-0,0246	-2,32	0,0207**
Mat_Ind	-0,0036	-0,42	0,6731	0,0182	1,66	0,0988*	-0,0170	-1,64	0,1028
Petr_Ener	-0,0267	-2,99	0,0029***	-0,0065	-0,64	0,5252			
Serv_Cons	-0,0084	-0,96	0,3383	0,0041	0,42	0,6760	-0,0221	-1,76	0,0799*
IFRS	0,0039	0,89	0,3750	0,0133	1,93	0,0550*	-0,0027	-0,45	0,6515
JV	-0,0052	-1,27	0,2032	-0,0047	-0,72	0,4721	-0,0058	-1,07	0,2862
Log_Act	-0,0026	-1,70	0,0903*	-0,0058	-2,32	0,0216**	-0,0002	-0,08	0,9347
Índice	-0,0052	-0,78	0,4359						
Dívida_MV	0,0011	2,03	0,0430**	-0,0051	-0,87	0,3880	0,0012	1,50	0,1358
Var_Indice	0,0051	0,83	0,4069	-0,0188	-1,60	0,1116	0,0076	1,33	0,1859
R_EBITDA	0,0002	0,73	0,4649	0,0023	0,67	0,5067	0,0002	0,77	0,4420
PSI_IBEX	-0,0078	-0,72	0,4709	-0,0128	-0,83	0,4063	-0,0083	-0,62	0,5346
Cap	-0,0026	-0,50	0,6169	0,0028	0,31	0,7561	-0,0030	-0,46	0,6465
Sp	-0,0007	-0,07	0,9431	0,0066	0,34	0,7354	-0,0056	-0,47	0,6411
Var_Ext_N	0,0173	2,21	0,0276**	0,0054	0,40	0,6868	0,0215	2,17	0,0308**
Var_Ext_P	0,0165	1,38	0,1692	0,0122	0,73	0,4671	0,0202	1,81	0,0705*
R2	12,02%			17,50%			10,56%		
N	523			186			337		

* Valores significativos a 10%

** Valores significativos a 5%

*** Valores significativos a 1%

Estes modelos foram estimados pelo método OLS e corrigidos da heterocedasticidade pelo ajustamento de White sempre que foi necessário.

Analisando a amostra como um todo pode-se concluir que a entrada em vigor das novas normas de relato financeiro não tiveram impacto na gestão de resultados, uma vez que a variável *dummy* IFRS não é estatisticamente significativa. Esta conclusão é semelhante à obtida por Goncharov e Zimmermann (2006) que concluíram não haver diferenças significativas, em termos de práticas de gestão de resultados, entre os princípios contabilísticos alemães e as IFRS, para uma amostra de empresas que voluntariamente aderiram às normas internacionais. Donde, a resposta à Questão 1 que motivou este

estudo é, uma vez mais, a de que a entrada em vigor das IFRS não teve globalmente impacto significativo no nível de *accruals* discricionários das empresas portuguesas e espanholas cotadas.

A subjectividade associada ao critério do justo valor (variável JV) também não tem influência sobre os níveis de gestão de resultados. Assim, a resposta à Questão 2 à face dos resultados constantes do Quadro 23, também não é distinta da que se obteve com a análise univariada, uma vez que também aqui tem de concluir-se que não há evidência de que as empresas que optaram pelo critério do justo valor exibam níveis acrescidos de *accruals* discricionários.

Tal como prognosticado pela teoria, e em consonância com o que já se havia detectado pela análise univariada, há uma relação negativa entre a dimensão da empresa e os *earnings management*. O coeficiente da variável Log_Act é negativo e significativo a 10% (-0,0026).

O coeficiente da variável relativa ao endividamento (Dívida_MV) é também estatisticamente significativo, o que vai de encontro aos argumentos apresentados por Sweeney (1994), DeFond et al. (1994), Dichev et al. (2000) que sustentam que as empresas apresentam níveis acrescidos de gestão de resultados quando têm níveis de endividamento elevados.

A análise univariada indicou vários sectores de actividade com reacções distintas perante a alteração das normas contabilísticas. Todavia, de acordo com a análise multivariada, apenas o sector “Petróleo e Energia” apresenta níveis de DA inferiores aos demais.

O resultado obtido para a variável Var_Ext_N é estatisticamente significativo, o que vem de encontro ao argumento que as empresas com pior performance face ao índice tendem a gerir resultados de forma a acompanharem a evolução do mercado. Note-se, porém, que no caso das empresas integrantes dos índices não há este efeito, o que significa que a sua visibilidade tem um efeito disciplinador tal como já referido.

Analisando separadamente as empresas que pertencem ao índice e as empresas que não pertencem ao índice, as conclusões a retirar diferem. Em primeiro lugar, há evidência de que as empresas que pertencem ao índice têm um comportamento distinto antes e após a alteração das regras, dado que para um nível de confiança de 90% a variável IFRS é significativa. As empresas não pertencentes ao índice, pelo contrário, não apresentam qualquer alteração de comportamento.

Outra diferença a reter é a de que para as empresas “Índice” não é relevante o sector a que pertencem quando se analisa a passagem de um normativo para o outro, ao passo que nas empresas que não pertencem ao índice o factor sector tem influência nos níveis de manipulação de resultados. Neste último caso, há dois sectores, “Bens de Consumo” e “Serviços de Consumo”, que apresentam, em média, *accruals* mais baixos que os outros sectores³⁴.

Para empresas “Índice” a dimensão apresenta uma relação negativa com os *earnings management*, o que vem reforçar o argumento da visibilidade das grandes empresas e o efeito disciplinador que esta tem. Quer isto dizer que mesmo dentro das empresas que integram o índice e que, por serem as mais líquidas, em grande medida são também as de maior dimensão, há diferenças de dimensão significativas entre elas que estão espelhadas no coeficiente obtido para a variável *Log_Act*. No caso das empresas “Não Índice” não há uma relação significativa entre a dimensão e o nível de *accruals*, o que denota que o efeito dimensão é devido à notoriedade e à exposição da empresa a um escrutínio acrescido e não há dimensão de *per si*.

Este efeito disciplinador de pertencer ao índice é reforçado quando se analisa as variáveis *dummy* que reflectem variações extremas face ao índice. Estas são ambas significativas para as empresas “Não Índice”, o que significa que as empresas que em cada ano apresentam as melhores e piores performances são aquelas que apresentam níveis de gestão de resultados mais elevados.

³⁴ Não há coeficiente estimado para o sector de Petróleo e Energia, uma vez que todas as empresas deste sector pertencem aos índices.

O efeito positivo associado à variável IFRS é, aliás, compatível com a ideia de que as empresas “Índice” se encontram mais constrangidas que as demais para fazer gestão de resultados. De facto, pode interpretar-se esse resultado invocando o adágio popular «a ocasião faz o ladrão». Quer-se com isto dizer que a entrada em vigor das IFRS, por se tratar de um momento excepcional de alteração do padrão de reporte contabilístico terá dado a oportunidade de gestão de resultados, de que habitualmente não dispõem dado o apertado escrutínio de que são alvo. Contudo, trata-se de uma análise de valores absolutos, pelo que terá interesse averiguar se esta alteração de comportamento se deve a um aumento dos *accruals*, ou se pelo contrário há uma diminuição.

Após se ter demonstrado que não houve, a nível global, alteração dos níveis de *earnings management*, o Quadro 24 analisa a tendência do sentido da manipulação dos resultados. Assim, o quadro que se segue mostra como se comportaram as empresas que no período pré IFRS apresentavam DA sempre positivos ou negativos.

Quadro 24: Análise de Tendência aos Sinais

	++	+-	-+	--	Total
+++	3	6	2	1	12
---	3	4	2	15	24
Total	6	10	4	16	36

Das 12 empresas que em 2002, 2003 e 2004 apresentaram *accruals* sempre positivos (+++), 3 delas continuaram com sinais positivos e 8 apresentaram pelo menos uma vez sinal negativo. Por outro lado, das 24 empresas que durante 2002 a 2004 geriam os seus resultados no sentido da sua diminuição (---) 15 delas mantiveram essa prática.

A questão central é determinar o sentido da maior prática de gestão de resultados apresentado pelas empresas “Índice”, ou seja saber se estas empresas fizeram práticas de *earnings management* no sentido de diminuírem ou aumentarem os seus resultados. Para tal o quadro 25 apresenta os testes t de comparação de médias e o de Mann-Whitney-Wilcoxon, em que a variável DA não é apresentada em valor absoluto. Assim os testes de Hipóteses são os seguintes:

H₀: A média da variável DA no período Pré-IFRS é igual à média da mesma variável no período Pós-IFRS

H₁: A média da variável DA no período Pré-IFRS é menor da média da mesma variável no período Pós-IFRS

H₀: A mediana da variável DA no período Pré-IFRS é igual à média da mesma variável no período Pós-IFRS

H₁: A mediana da variável DA no período Pré-IFRS é menor da média da mesma variável no período Pós-IFRS

Quadro 25: Teste t e Teste de Mann-Whitney-Wilcoxon

Tipo de Teste		PARAMÉTRICO				NÃO PARAMÉTRICO			
Teste		Teste T				Mann-Whitney-Wilcoxon			
AMOSTRAS		N	Média	t	p-value	N	Ranking Médio	Z	p-value
Amostra Global	Pré	327	-0,0108	-0,5327	0,2972	327	267	-1,0560	0,1455
	Após	218	-0,0070			218	281		
Empresas Índice	Pré	115	-0,0011	1,8113	0,0358**	115	101	-1,4320	0,0760*
	Após	77	-0,0212			77	89		
Empresas Não Índice	Pré	212	-0,0161	-1,8102	0,0355**	212	167	-2,2110	0,0135**
	Após	141	0,0008			141	191		

* Valores significativos a 10%

** Valores significativos a 5%

*** Valores significativos a 1%

Como se pode observar pelo quadro acima, as empresas “Índice” alteram o seu comportamento face à prática de gestão de resultados no sentido de diminuírem os *accruals*, este facto indica que as empresas aproveitaram a transição para, provavelmente, reconhecerem perdas que já as deveriam ter registado, mas fruto da atenção de que são alvo não o fizeram. A entrada das IFRS ao acabar com o conceito de custos extraordinários, sendo todos os custos operacionais, facilitou o reconhecimento de certos custos, uma vez que estes se encontram misturados “num enorme bolo” sendo difícil para o mercado averiguar quais aqueles que são realmente extraordinários. Ao invés, no período pré IFRS ao serem registados como extraordinários eram muito

“visíveis” principalmente para as empresas do índice que são alvo de maior atenção dos investidores.

As empresas que não pertencem ao índice revelam um comportamento oposto às empresas do índice, o que poderá ser explicado pela menor visibilidade e escrutínio por parte do mercado, tendo aproveitado a transição para gerirem os seus resultados no sentido de os aumentarem.

Em síntese, no que mais respeita às principais questões em investigação, terá de concluir-se (quanto à Questão 1) que não há evidência de que a entrada em vigor das IFRS possa ter causado uma redução dos níveis de gestão de resultados, antes se devendo concluir que o nível de *accruals* discricionários não sofreu alteração significativa. Este capítulo deixou, porém, patente um aumento do valor da variável DA imputável à variável IFRS no caso das empresas integrantes dos índices de cotações PSI20 e Ibex30.

No que respeita à Questão 2, conclui-se que as empresas que optam pelo critério do justo valor não apresentam gestão de resultados acima das demais, e que por isso a adoção desse critério por algumas não pode ser responsabilizado pela ausência de diminuição global do nível de *accruals* discricionários no período Pós-IFRS.

O quadro 26 é em tudo idêntico ao 23, só que a estimação (da equação [3.4]) está separada pelas empresas que adoptaram o critério do justo valor e as demais.

Quadro 26: Resultados da estimação (2)

Variáveis	GLOBAL			JUSTO VALOR			NÃO JUSTO VALOR		
	Coef.	t	p-value	Coef.	t	p-value	Coef.	t	p-value
Constante	0,0949	4,55	0,0000***	0,0855	2,76	0,0063***	0,0938	3,10	0,0021***
País	-0,0006	-0,12	0,9033	0,0015	0,22	0,8237	0,0022	0,27	0,7877
Bens_Cons	-0,0129	-1,44	0,1519	-0,0011	-0,07	0,9412	-0,0163	-1,52	0,1303
Mat_Ind	-0,0036	-0,42	0,6731	0,0017	0,12	0,9061	0,0000	0,00	0,9989
Petr_Ener	-0,0267	-2,99	0,0029***	-0,0161	-0,89	0,3759	-0,0251	-1,39	0,1665
Serv_Cons	-0,0084	-0,96	0,3383	0,0117	0,74	0,4614	-0,0132	-1,31	0,1908
IFRS	0,0039	0,89	0,3750	0,0021	0,35	0,7232	0,0041	0,63	0,5318
JV	-0,0052	-1,27	0,2032						
Log_Act	-0,0026	-1,70	0,0903*	-0,0035	-1,42	0,1576	-0,0023	-1,04	0,3008
Índice	-0,0052	-0,78	0,4359	-0,0016	-0,19	0,8530	-0,0080	-0,85	0,3934
Dívida_MV	0,0011	2,03	0,0430**	0,0036	4,26	0,0000***	-0,0036	-1,17	0,2418
Var_Indice	0,0051	0,83	0,4069	-0,0020	-0,30	0,7635	0,0087	1,16	0,2476
R_EBITDA	0,0002	0,73	0,4649	0,0066	4,33	0,0000***	0,0001	0,58	0,5623
PSI_IBEX	-0,0078	-0,72	0,4709	0,0003	0,02	0,9831	-0,0101	-0,68	0,4996
Cap	-0,0026	-0,50	0,6169	-0,0026	-0,30	0,7678	-0,0003	-0,04	0,9680
Sp	-0,0007	-0,07	0,9431	0,0072	0,55	0,5837	-0,0070	-0,54	0,5893
Var_Ext_N	0,0173	2,21	0,0276**	-0,0083	-0,87	0,3867	0,0318	2,85	0,0047***
Var_Ext_P	0,0165	1,38	0,1692	0,0203	1,43	0,1536	0,0112	0,90	0,3692
R2	12,02%			25,87%			10,70%		
N	523			220			303		

* Valores significativos a 10%

** Valores significativos a 5%

*** Valores significativos a 1%

Da análise do quadro é de destacar que a variável IFRS não é estatisticamente significativa, pelo que se pode concluir que as empresas que adoptaram o justo valor como critério valorimétrico, algo que as IFRS possibilitam, não foi com o intuito de aumentarem a prática de gestão de resultados. Estes resultados vêm em linha com os anteriormente obtidos, pelo que é possível afirmar que a adopção do critério do Justo Valor não teve impacto na prática de gestão de resultados.

Por último, é importante averiguar se a transição para as IFRS afectou de forma idêntica os *accruals* das empresas portuguesas e espanholas. Assim, o quadro 27 apresenta o

resultado da estimação da equação [3.4], mas separada por país.

Quadro 27: Resultados da estimação (3)

Variáveis	GLOBAL			PORTUGAL			ESPANHA		
	Coef.	t	p-value	Coef.	t	p-value	Coef.	t	p-value
Constante	0,0949	4,55	0,0000***	0,1441	4,13	0,0001***	0,0750	2,69	0,0075***
País	-0,0006	-0,12	0,9033						
Bens_Cons	-0,0129	-1,44	0,1519	0,0100	0,63	0,5315	-0,0121	-0,96	0,3357
Mat_Ind	-0,0036	-0,42	0,6731	-0,0084	-0,73	0,4688	0,0013	0,11	0,9151
Petr_Ener	-0,0267	-2,99	0,0029***	-0,0100	-0,41	0,6851	-0,0252	-2,15	0,0324**
Serv_Cons	-0,0084	-0,96	0,3383	-0,0113	-0,98	0,3281	-0,0051	-0,38	0,7071
IFRS	0,0039	0,89	0,3750	0,0136	1,58	0,1159	0,0001	0,02	0,9873
JV	-0,0052	-1,27	0,2032	0,0026	0,32	0,7488	-0,0060	-1,27	0,2048
Log_Act	-0,0026	-1,70	0,0903*	-0,0070	-2,37	0,0191**	-0,0013	-0,60	0,5507
Índice	-0,0052	-0,78	0,4359	0,0061	0,62	0,5341	-0,0099	-1,03	0,3026
Dívida_MV	0,0011	2,03	0,0430**	0,0011	1,07	0,2859	0,0003	0,07	0,9476
Var_Indice	0,0051	0,83	0,4069	-0,0058	-0,65	0,5195	0,0096	1,34	0,1825
R_EBITDA	0,0002	0,73	0,4649	0,0014	0,83	0,4077	0,0002	0,65	0,5138
PSI_IBEX	-0,0078	-0,72	0,4709	-0,0290	-1,34	0,1830	-0,0002	-0,02	0,9852
Cap	-0,0026	-0,50	0,6169	-0,0025	-0,19	0,8477	-0,0028	-0,48	0,6285
Sp	-0,0007	-0,07	0,9431	0,0018	0,11	0,9139	-0,0062	-0,57	0,5671
Var_Ext_N	0,0173	2,21	0,0276**	-0,0021	-0,18	0,8551	0,0285	2,59	0,0100***
Var_Ext_P	0,0165	1,38	0,1692	0,0153	0,79	0,4327	0,0158	1,11	0,2660
R2	12,02%			13,66%			14,36%		
N	523			164			359		

* Valores significativos a 10%

** Valores significativos a 5%

*** Valores significativos a 1%

Pela análise do quadro é de destacar que a variável IFRS não é estatisticamente significativa, pelo que a transição de normativo não influenciou de forma diferenciada Portugal e Espanha ao nível da prática de gestão de resultados. Os resultados aqui obtidos corroboram os obtidos na análise univariada.

É de salientar o facto de a variável Var_Ext_N ser apenas significativa para o caso das empresas espanholas, o que significa que são estas que apresentando as piores performances mais fazem gestão de resultados.

Teste de Robustez

A metodologia usualmente aplicada na literatura da especialidade consiste na estimação da equação [3.4] recorrendo ao método OLS, não sendo relevante para esta estimação quer o factor tempo, quer cada uma das empresas (vide, entre outros, Peasnell et al. e Tendeloo e Vanstraelen). Contudo, uma vez que na *pool* de estimação se incluem dados temporais e seccionais, como análise de robustez foi, adicionalmente, estimada a equação [3.4] usando variáveis *dummy* para cada um dos anos, controlando assim o factor tempo. Foi também estimada esta equação usando em simultâneo variáveis *dummy* para cada um dos anos e para cada uma das empresas. Os resultados obtidos destas duas estimações foram similares aos reportados no Quadro 23.

4 – CONCLUSÃO

A literatura conhecida, para os países da União Europeia, estudou o impacto das IFRS nos *earnings management* apenas para empresas que as adoptaram de forma voluntária. A evidência obtida por estes estudos é mista, havendo estudos que evidenciam que a adopção das IFRS provocou uma diminuição do nível de *accruals* discricionários, enquanto outros estudos revelam a ausência de alteração ou o incremento do nível de *accruals* discricionários.

Neste trabalho analisou-se, ao que se julga saber pela primeira vez, o impacto da adopção das IFRS com carácter compulsivo. Para tal foram objecto de estudo 109 empresas cotadas nas bolsas de Madrid e Lisboa no período de 2002 a 2006, as quais adoptaram obrigatoriamente as IFRS em 2005.

Uma primeira questão para que se procurou resposta foi a de saber se o nível de gestão de resultados das empresas portuguesas e espanholas diminuiu ou não com a entrada em vigor das IFRS. A conclusão obtida é a de que, a nível global, não são notórias alterações significativas nos níveis de *accruals* apresentados pelas empresas nos anos antecedentes e ulteriores à entrada em vigor das novas normas contabilísticas.

Uma segunda questão principal de que a presente dissertação se ocupou foi a de averiguar se existe divergência de comportamento entre as empresas que adoptam o critério de justo valor e as demais. Alguma literatura aponta no sentido de a adopção do critério de justo valor conferir graus de liberdade significativos aos gestores das empresas, de que podem resultar níveis acrescidos de gestão de resultados. Não se encontrou, porém, evidência de que o nível de *accruals* discricionários seja distinto entre estes dois grupos de empresas. Os resultados obtidos não confirmam, assim, a hipótese que sustenta que a adopção deste critério pode originar um incremento dos níveis de gestão de resultados.

O estudo procurou também indagar sobre se existiam diferenças significativas entre o nível de gestão de resultados entre as empresas portuguesas e espanholas, bem como

sobre se a transição para as IFRS tinha causado diferente impacto nas empresas dos dois países. A conclusão obtida, em qualquer dos casos, foi a de que não há um efeito país. Porém, quando considerados os valores extremos (*outliers*), as empresas espanholas passam a apresentar *accruals* superiores, embora essa diferença média não seja estatisticamente significativa. Este resultado exprime o facto de existirem empresas cotadas na bolsa de Madrid que apresentam níveis altos de práticas de gestão de resultados, nomeadamente aquelas que apresentam piores performances face ao IBEX35.

No que respeita ao efeito sector, concluiu-se que o sector “Petróleo e Energia” é aquele que apresenta níveis de *accruals* mais baixos. Na situação oposta encontra-se o sector “Tecnologia e Comunicação” que apresenta os mais elevados níveis de práticas de gestão de resultados. Ambos os sectores apresentam uma subida nos *accruals* após a entrada das IFRS.

Por fim, há que referenciar que as empresas pertencentes aos índices PSI20 e IBEX35 apresentaram práticas de gestão de resultados inferiores às não pertencentes a esses índices. Este resultado não surpreende se se tiver em consideração que as empresas integrantes dos índices estão sujeitas a um nível acrescido de escrutínio, quer por parte dos investidores, quer por parte dos analistas financeiros e dos órgãos de comunicação social. Porém, surpreendentemente, constatou-se que o nível de *accruals* discricionários das empresas integrantes dos índices aumentou significativamente com a entrada em vigor das IFRS. Este resultado indica que as empresas do PSI20 e do IBEX35 aproveitaram a entrada em vigor das novas regras de relato financeiro para aumentarem a prática de gestão de resultados (aferido pelo módulo da diferença entre os *accruals* totais e os *accruals* não discricionários).

Quando se analisa em que sentido as empresas integrantes dos índices alteraram o seu comportamento ao nível da gestão de resultados, conclui-se que foi no sentido da diminuição dos seus *accruals*, o que indicia que as empresas poderão ter aproveitado a alteração de normativo para reconhecerem custos que (porventura) já deveriam ter sido registados em anos anteriores.

As IFRS ao terminarem com o conceito de resultados extraordinários, permitiram que fosse mais fácil “esconder” o registo destas perdas, já que anteriormente ao serem consideradas extraordinárias tornavam-se mais visíveis do que agora. Se se tomar em consideração que este argumento é especialmente válido para as empresas do índice, dado que estas têm uma visibilidade acrescida, conclui-se que esta é uma explicação plausível para os resultados obtidos.

Por fim, o presente estudo vem dar sustentação empírica ao argumento de que são as empresas que apresentam as melhores e as piores performances face ao índice quem mais pratica a gestão de resultados. As primeiras visando manter o seu bom *momentum*, e as segundas visando inverter o seu mau *momentum*. O efeito dos desvios face ao índice é especialmente válido para as empresas que não pertencem aos índices PSI20 e IBEX35, o que uma vez mais testemunha a existência de um efeito disciplinador pelo facto da empresa pertencer ao índice mais representativo do seu mercado.

BIBLIOGRAFIA

Agrawal, A. e S. Chadha (2005), “Corporate Governance and Accounting Scandals”, *Journal of Law and Economics*, Vol. XLVIII, pp. 371-406.

Alford, A. J., J. R. Leftwich e M. Zmijewski (1993), “The relative informativeness of accounting disclosure in different countries”, *Journal of Accounting Research*, Nº31, pp.183-223.

Alves, C. e F. Teixeira dos Santos (2008), “Do first and third quarter unaudited financial reports matter? The portugues case”, *European Accounting Review*, Forthcoming.

Amat, O., J. Perramon e E. Oliveras (2003), “Earnings management in Spain. Some evidence from companies quoted in the Spanish stock exchange”, *Economics and Business Working Papers Series*, 677.

Armstrong, C., M. E. Barth, A. Jagolinzer e E. J. Riedl (2006), “Market reaction to events surrounding the adoption of IFRS in Europe”, *Working Papers (Faculty) – Stanford Graduate School of Business*, pp. 1-39.

Arya, A., J.C. Glover e S. Sunder (2003), “Are unmanaged earnings always better for shareholders?”, *Accounting Horizons*, 2003 Supplement, Vol. 17, pp. 111-116.

Ashbaugh, H. e M. Pincus (2001), “Domestic accounting standards, IAS and predictability of earnings”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 39, Nº 3, p.417.

Ayers, B. C. e J. Jiang (2006), “Discretionary accruals and earnings management: An analysis of pseudo earnings targets”, *Accounting Review*, Vol. 81, Nº 3 (Maio), pp. 617-652.

Ball, R. (2006), “International Financial Reporting Standards (IFRS): Prós and cons for investors”, *Accounting & Business Research*, Vol. 36, pp 5- 27.

Ball, R. e P. Brown (1968), “An Empirical evaluation of accounting income numbers”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 6, Nº 2, pp.159-178.

Ball, R., S. P. Kothari e A. Robin (2000), “The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings”, *Journal of Accounting and Economics*, Nº 29, pp.1-51.

Bamber, L. (1987) “Unexpected earnings, firm size, and trading volume around quarterly earnings announcements”, *Accounting Review*, Vol, 67 Nº3, pp 32-510.

Barth, M. W. Landsman e M. Lang (2005), “International Accounting Standards and accounting quality”, *SSRN* (www.ssrn.com).

Bartov, E., D. Givoly e C. Hayn (2002), “The rewards to Meeting or Beating Analysts”, *Journal of Accounting and Economics*, Nº 33, pp. 173-204.

Bartov, E., S. R. Goldberg e M. S.Kim (2005), “Comparative value relevance among german, US and IAS: A German stock market perspective”, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol. 20, Nº 2, pp 95- 119.

Beasley, M. S. (1996) “An empirical analysis of the relation between the boards of directors and financial statement fraud”, *Accounting Review*, Vol.71, Nº 4, pp. 443 - 465.

Beatty, A., S. Chamberlain e J. Magliolo (1995), “Managing financial reports of commercial banks: The influence of taxes, regulatory capital and earnings”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 33, Nº 2, pp 231-261.

Bedard, J. C. e K. M. Johnstone (2004), “Earnings manipulation risk, corporate governance risk, and auditors plannings and pricing decisions”, *Accounting Review*, Vol. 79, Nº 2, pp 277-304.

Beneish, M. D. (2001), “Earnings management: a perspective”, *SSRN* (www.ssrn.com).

Beneish, M.D. (2006), “Earnings Management, corporate governance and true financial performance”, *SSRN* (www.ssrn.com).

Beneish, M. D. e D.C. Nichols (2005), “Earnings quality and future returns: The relation between accruals and the probability of earnings manipulation”, *SSRN* (www.ssrn.com).

Beneish, M. D. e E. Press (1993), “Costs of technical violation of accounting-based debt covenants”, *The Accounting Review*, N° 68, pp. 223-258.

Bergstresser, D., T. Philippon (2006), “CEO incentives and earnings management”, *Journal of Financial Economics*, N° 80, pp. 511-529.

Bhattacharya, U., P. Groznik, e B.Haslem (2002), “Is CEO certification of earnings numbers relevant?”, *SSRN* (www.ssrn.com).

Brown, P. e B. Howieson (1998), “Capital markets research and accounting standard setting”, *Accounting & Finance*, Vol. 38, N° 1, pp. 5-28.

Browning, E.S., and J. Weil (2002). “Burden of doubt: Stocks take a beating as accounting worries spread beyond Enron”, *Wall Street Journal* (January 30): A1.

Burgstahler, D. e M. Eames (1998), “Management of Earnings and Analysts' Forecasts to Achieve Zero and Small Positive Earnings Surprises”, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 33, N° 5-6, pp. 633-652.

Burgstahler, D. e M. Eames (2003), “*Earnings Management to Avoid Losses and Earnings Decreases: Are Analysts Fooled?*”, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 20, N° 2, pp 253-294

Cahan, S. (1992), “The effect of antitrust investigations on discretionary accruals: A refined test of the political cost hypothesis”, *Accounting Review*, N° 67, pp. 77-95.

Carcello, J.V., C.W. Hollingswoth, A. Klein e T.L. Neal (2006), “Audit committee financial expertise, competing corporate governance mechanism and earnings management”, *SSRN* (www.ssrn.com).

Cheng, Q. e T. Warfield (2005), “Equity incentives and earnings management. *The Accounting Review* , N° 80 (2), pp. 441-476.

Chtourou, S.M., J.Bedard e L. Courteau (2001), “Corporate governance and earnings management”, *SSRN* (www.ssrn.com).

Cohen, A.D., A. Dey e T.Z. Lys (2005), “Trends in earnings management and informativeness of earnings announcements in the pre and post-Sarbanes Oxley periods”, *SSRN* (www.ssrn.com).

Collins, J., D. Shackelford e J. Wahlen (1995), “Bank differences in the coordination of regulatory capital, earnings and taxes”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 33, Nº 2, pp. 263-291.

Cornett, M. M., A. J. Marcus, A. Saunders e H. Tehranian (2006), “Earnings management, corporate governance, and true financial performance”, *SSRN* (www.ssrn.com).

D’Avolio, G., E. Gildor e A. Shleifer (2001), “Technology, information production, and market efficiency”, Working Papers, Nº 1929

DeAngelo, E., H. DeAngelo e D. Skinner (1994), “Accounting choices of troubled companies”, *Journal of Accounting and Economics*, Nº 17, pp. 113-143.

DeAngelo L. (1986), “Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders.” *Accounting Review*, Nº 61, pp.400-420.

Dechow, P.M. (1994), “Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals”, *The Journal of Accounting and Economics*, Vol. 18, Nº1, pp. 3-40.

Dechow, P. M. e I. D. Dichev (2002), “The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors”, *The Accounting Review*, Vol. 77, pp.35-59.

Dechow, P. M. e R. G. Sloan (1991), “Executive incentives and the horizon problem: an empirical investigation”, *Journal of Accounting & Economics*, Nº 14, pp. 51-89.

Dechow, P. M. e R. G. Sloan e A.P. Sweeny (1995), “Detecting Earnings Management”, *The Accounting Review*, Vol. 70, Nº 2, pp. 193-225.

Dechow, P. M. e R. G. Sloan e A. P. Sweeny (1996), “Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC”, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 13, pp. 1-36.

DeFond, M. L. e K. R. Subramanyam (1998), “Auditor changes and discretionary accruals”, *Journal of Accounting & Economics*, Vol.25, Nº 1, pp. 35-67.

DeFond M. L. e J. Jiambalvo (1994), “Debt covenant effects and the manipulation of accruals”, *Journal of Accounting and Economics*, Nº 17, pp. 145-176.

DeFond, M. L., J. R. Francis (2005), “Audit research after Sarbanes-Oxley”, *Auditing May 2005 Supplement*, Vol. 24, pp 5-30.

Dichev, I., D. J. Skinner (2002), “Large-Sample evidence on the debt covenant hypothesis”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, Nº4, pp. 1091-1123.

Ding, Y., O-K Hope, T. Jeanjean e H. Stolowy (2007), “Differences between domestic accounting standards and IAS: Measurements, determinants and implications”, *Journal of Accounting & Public Policy*, Vol. 26, Nº 1, pp 1-38.

Dopuch, N., R. Mashruwala, C. Seethamraju, T. Zach (2007), “The Impact of a heterogeneous accrual-generation process on empirical accrual models”, *SSRN* (www.ssrn.com)

Dumontier, P. e B. Raffournier (2002), “Accounting and capital markets: a survey of the European evidence”, *European Accounting Review*, Vol. 11, Nº1, pp 119-151

Efendi, J., A. Srivastava e E. P. Swanson (2007), “Why do corporate managers mistake financial statements? The role of option compensation and other factors”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 85, nº3, pp. 667-708

Erickson, M. e S. Wang (1999), “Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers”, *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 27, Nº 2, pp.149-176.

Fama, E. F.(1980), “Agency problems and the theory of the firm”, *Journal of Political Economy*, Vol. 88, N°2, pp. 288-307.

Fama, E.F. and M.C. Jensen (1983), “Separation of ownership and control”, *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, pp.301-325.

Felo, A. J., S. Krishnamurthy e S. A. Solieri (2003), “Audit committee characteristics and the perceived quality of financial reporting: an empirical analysis”, *SSRN* (www.ssrn.com).

Foster, G. (1979), “Briloff and the capital market”, *Journal of Accounting Research*, N° 17, pp. 262-274.

Francis, J. e K. Schipper (1999), “Have financial statements lost their relevance?”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, N° 2, pp. 319-352.

Francis, J., Schipper, K. and Vicent, L. (2002) “Expanded disclosures and the increased usefulness of earnings announcements”, *Accounting Review*, Vol 77, N°3, pp 46-515

Francis, J., R. La Fond, P. Olsson e K, Schipper (2003), “Accounting anomalies and information uncertainty”, *Working papers –Duke Fuqua School of Business*, pp 1-57.

Fuller, J., Jensen e C.Michael (2002), “Just say no to Wall Street”, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 14, N° 4, pp. 41-46.

Gassen, J., e T. Sellhorn (2006), “Applying IFRS in Germany – Determinants and Consequences”, Working paper BFUP, July

Gaver, J., Gaver, K. e Austin, J. (1995), “Additional evidence of bonus plans and income management”, *Journal of Accounting and Economics*, pp. 3-28.

Givoldy, D. e C. Hayn (2002), “The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: Has financial reporting become more conservative?”, *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 29, N° 3, pp. 287-320.

Goncharov, I. e J. Zimmermann (2006), “Do Accounting standards influence the level of earnings management? Evidence of Germany”, *SSRN* (www.ssrn.com).

Guimarães, C. R. e J. A. S. Cabral (2001), *Estatística*, McGraw-Hill

Gujarati, D. N. (1995), *Basic Econometrics*, McGraw-Hill International Editions.

Gunny, K. (2005), “What are the consequences of real earnings management”, *Haas School of Business, University of California, Berkeley CA 94720*.

Harris, T. (1995), “International accounting standards versus US-GAAP reporting: empirical evidence based on case studies”, Cincinnati OH, International Thompson Press.

Healy, P. (1985), “The effect of bonus schemes on accounting decisions”, *Journal of Accounting and Economics*, Nº 7, pp. 85-107.

Healy, P. M. e J. M. Wahlen (1999), “ A Review of the earnings management literature and its implications of standard setting”, *Accounting Horizons*, Vol. 13, Nº 4, pp. 365-383.

Healy, P. M. e K. G. Palepu (1990), “Effectiveness of accounting-based dividend covenants” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 12, Nº 1-3, PP. 97-124.

Healy, P. M. e K. G. Palepu (1993), “The effect of firms financial disclosure policies on stock prices”, *Accounting Horizons*, Vol. 7, pp.1-11.

Holthausen, R. (1981), “Evidence on the effect of Bond Covenants and Management Compensation Contracts on the choice of accounting techniques: The case of the depreciation switch-back” *Journal of Accounting & Economics*, pp. 73-109.

Holthausen, R. W., D. F. Larcker e R. G. Sloan (1995), “Annual bonus schemes and the manipulation of earnings”, *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 19, Nº1, pp.29-74.

Holthausen R. W., R. W. Leftwich (1983), “The economics consequences of accounting choice”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 5, Nº 2, pp.77-117.

IASB (2004), *Normas Internacionais de Relato Financeiro (IFRSs)*, International of Accounting Standards Boards.

Jain, P. K., J. Kim, Z. Rezaee (2003), “The Sarbanes-Oxley Act of 2002 and capital market behaviour: early evidence”, Working Paper, University of Memphis.

Jain, P., Z. Rezaee (2003), “An examination of value relevance of the Sarbanes-Oxley Act of 2002, Working Paper, University of Memphis.

Jain, P. K., Z. Rezaee (2006), “The Sarbanes-Oxley Act of 2002 and capital market behaviour: Early evidence”, *Contemporary Accounting Research Fall*, Vol. 23, Nº 3, pp. 629-654.

Jensen e C. Michael (2004), “Agency costs of overvalued equity”, *Financial Management*, Vol. 34, Nº 1, pp 4-19.

Jensen e C. Michael (2003), “Paying people to lie: the Truth about the budgeting process”, *European Financial Management*, Vol. 9, Nº 3, pp. 379-406.

Jensen, M. e W. Meckling (1976), “Theory of firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, Nº 4, 305-360.

Jiraporn, P., G. A. Miller, S. S.Yoon e Y. S. Kim (2006), “Is Earnings management opportunistic or beneficial? An Agency Theory perspective”, SSRN (www.ssrn.com)

Johnson G., K. Scholes (1999); “Exploring Corporate Strategy”; Prentice Hall

Jones, J. (1991), “Earnings management during import relief investigations”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, Nº 2, pp. 193-223.

Joos, P. e M. Lang (1994) “The effects of accounting diversity: Evidence from the European Union” *Journal of Accounting Research*, Nº 32, pp.141-168.

Kallunki, J. P. e E. Paakki (2004), “Stock market response to IFRS/IAS cash-flows”, Working paper, University of Economics and Business Administration of Oulu.

Kasnik, R. (1999), “On the Association between Voluntary Disclosure and Earnings Management”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, N°1, pp 57-81

Key, K. G. (1997), “Political costs incentives for earnings management in the cable television industry”, *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 23, N° 3, pp. 309-337.

Kiger, J. (1972) “An empirical investigation of NYSE volume and price reactions to the announcement of quarterly earnings”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 10, N°1, pp 28-113.

Klein, A. (2002), “Audit committee, board of director characteristics and earnings management”, *Journal of accounting & economics*, Vol. 33, N°3, pp. 375.

Koh, K., D. Matsumoto e S.Rajgopal (2007), “Meeting or beating analyst expectations in the Post-Scandals world: Changes in stock market rewards and managerial actions”, *SSRN* (www.ssrn.com).

Kothari, S.P. (2001), “Capital markets research in accounting”, *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 31, N° 1-3, pp. 105-231.

Kothari, S. P., A. J. Leone e C. E. Wasley (2005), “Performance matched discretionary accrual measures”, *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 39, pp. 163-197.

Kothari, S. P., E. Loutschina e V. Nikolaev (2006), “ Agency theory of overvalued equity as an explanation for the accrual anomaly”, Center Discussion paper series n. 2006-103, Center for Economic Research, Tilburg University

LaFond, R. e R. L. Watts (2006), “The information role of conservative financial statements”, *SSRN* (www.ssrn.com).

Landsman, W. R. e E. L. Maydew (2002), “Beaver (1968) Revisited: Has the information content of quarterly earnings announcements declined in the past three decades?”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, N°3, pp. 797-808.

LaPorta, R., F. Lopez-de-Silanes e A. Shleifer (2006), “What works is securities laws?”, *CFA Digest*, Vol. 36, N°3, pp3-5.

Larcker, D. F. e S. A. Richardson (2004), “Fees paid to audit firms, accrual choices, and corporate governance”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 42, Issue 3, pp. 625-658.

Lee, C. M. C. (2001), “Market efficiency and accounting research: a discussion of capital market research in accounting’ by S.P. Kothari”, *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 31, N° 1-3, pp. 233-253.

Leuz, C. (2003), “IAS Versus US GAAP: Information asymmetry-based evidence from Germany’s New Market”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 41, N° 3, pp. 445-469.

Leuz, C., D. Nanda e P.D. Wysocki (2003), “Earnings management and investor protection: an international comparison”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 69, N° 3, pp. 505-527.

Li, H., M. Pincus e S. Rego (2006), “Market reaction to events Surrounding the Saebanest-Oxley act of 2002: Overall and as a function of earnings management and audit committe effectiveness”, *SSRN* (www.ssrn.com).

Lobo, Gerald J. and Zhou, Jian (2006), "Did conservatism in financial reporting increase after the Sarbanes-Oxley Act? Initial evidence." *Accounting Horizons*, Vol. 20, N° 1, pp. 57-73.

Louis, H. e D. Robinson (2005), “Do managers credibly use accruals to signal private information? Evidence from the pricing of discretionary accruals around stock splits”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 39, N° 2, pp. 361-380.

May, R. (1971) “The influence of quarterly earnings announcements on investor decisions as reflected in common stock price changes”, *Journal of Accounting Research*, Vol 9, N°3, pp 63-119.

Moyer, S. (1990), “Capital adequacy ratio regulations and accounting choices in commercial banks”, *Journal of Accounting and Economics*, N° 13, pp. 123-154.

Moreira, J.A.C. (2006), “Accruals discricionários: O erro de estimação induzido pelo conservantismo”, Trabalhos em Curso, Centro de Estudos Industrial, do Trabalho e da Empresa, Faculdade de Economia do Porto.

Osma, B. G., e B .G. A. Noguier (2007), “Corporate governance and earnings management in Spain” *SSRN* (disponível em www.ssrn.com).

Peasnell, K. V., P. F. Pope e S. Young (2000), “Accrual management to meet earnings targets: UK evidence pré-and post-Cadbury”, *The British Accounty Review*, Vol. 32, N°4, pp. 415-445.

Peasnell, K.V., P.F. Pope e S. Young (2005), “Board monitoring and earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals?”, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 32, N°7-8, pp. 1311-1346.

Peasnell, K. V., P. F. Pope e S. Young (2000), “Detecting earnings management using cross-sectional abnormal accruals models”, *Accounting and Business Research*, Vol. 30, N°4, pp. 313-326.

Pellicer, N. and W. Rees (1999), “Regularities in the equity price response to earnings announcements in Spain”, *European Accounting Review*, Vol. 8, N° 4, pp 585-607.

Perramon, J. e O. Amat (2007), “IFRS introduction and its effect on listed companies in Spain”, *SSRN* (www.ssrn.com).

Pestana, M. H. e J. N. Gagueiro (2003), *Análise de dados para Ciências Sociais – A Complementaridade do SPSS*, Edições Sílabo.

Petit, R. R. (1972), “Dividend announcements, security performance, and capital market efficiency”, *The Journal of Finance*, Vol. 27, N° 5 , pp. 993-1007.

Pincus, M. e S. Rajgopal (2002), “The interaction between accrual management and hedging: Evidence from oil and gas firms”, *The Accounting Review*, Vol. 77, N° 1, pp. 127-160.

Rangan, S. (1998), “Earnings around seasoned equity offerings: Are they overstated?”, *Journal of Financial Economics*, N°50, pp. 101-122.

Ribstein, L.E. (2002), “Market vs Regulatory responses to corporate fraud: A critique of the Sarbanes-Oxley act of 2002”, *Journal of Corporation Law*, Vol. 28, N. 1

Schipper, K. (1989), “Earnings Management”, *Accounting Horizons*, Vol. 3, N° 4, pp. 91-102.

Scholes, M., G. P. Wilson e M.Wolfson (1990), “Tax planning, regulatory capital planning and financial reporting strategy for commercial banks”, *Review of Financial Studies*, N° 3, pp. 625-650.

Sloan, R.G. (1996), “Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?”, *The Accounting Review*, Vol. 71, N.3, pp. 289-315.

Soderstrom, N. S. e K. J. Sun (2007), “IFRS adoption and accounting quality: A review”, *European Accounting Review*, Vol. 16, Issue 4, pp 675-702

Subramanyam, K.R. (1996), “The pricing of discretionary accruals”, *Journal of Accounting and Economics* 22, pp. 249-281.

Sweeney, A. P. (1994), “Debt-covenant violations and managers’ accounting responses”, *Journal of Accounting and Economics*, pp. 281-308.

Tendeloo, B.V. e A. Vanstraelen (2005), “Earnings management under German GAAP versus IFRS”, *European Accounting Review*, Vol. 14, N° 1, pp. 155-180.

Teoh, S.H., I. Welch e T.J. Wong (1998), “Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings”, *The Journal of Finance*, Vol. 53, N° 6, pp. 1935-1974.

Wartfield, T.D., J.J. Wild e K.L. Wild (1995), “Managerial ownership, accounting choices and informativeness of earnings”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 20, N°1, pp. 61-91.

Xie, H. (1998), “Are discretionary accruals mispriced? A re-examination”, Universidade de Iowa.

Xie, B., W.N. Davidson III, e P.J. Dadalt (2003), “Earnings management and corporate governance: The roles of the board and the audit committee”, *Journal of Corporate Finance*, Vol 9, Issue 3, pp. 295-316.

Young, S. (1999), “Systematic measurement error in the estimation of discretionary accruals: an evaluation of alternative modelling procedures” *Journal of Business Finance and Accounting*, N° 26/7/8, pp. 833-862.

Yu, M. D. (2005), “International earnings management and accounting standards”, *SSRN* (www.ssrn.com).

ANEXOS

ANEXO 1 – Escândalos Contabilísticos

Company	When Scandal Went Public	Allegations	Investigating Agencies	Latest Developments	Company Comment
Adelphia Communications (otc: ADELA - news - people)	April 2002	Founding Rigas family collected \$3.1 billion in off-balance-sheet loans backed by Adelphia; overstated results by inflating capital expenses and hiding debt.	SEC; Pennsylvania and New York federal grand juries	Three Rigas family members and two other ex-executives have been arrested for fraud. The company is suing the entire Rigas family for \$1 billion for breach of fiduciary duties, among other things.	Did not return repeated calls for comment.
AOL Time Warner (nyse: AOL - news - people)	July 2002	As the ad market faltered and AOL's purchase of Time Warner loomed, AOL inflated sales by booking barter deals and ads it sold on behalf of others as revenue to keep its growth rate up and seal the deal. AOL also boosted sales via "round-trip" deals with advertisers and suppliers.	SEC; DOJ	Fears about the inquiry intensified when the DOJ ordered the company to preserve its documents. AOL said it may have overstated revenue by \$49 million. New concerns are afoot that the company may take another goodwill writedown, after it took a \$54 billion charge in April.	No comment.
Arthur Andersen	November 2001	Shredding documents related to audit client Enron after the SEC launched an inquiry into Enron	SEC; DOJ	Andersen was convicted of obstruction of justice in June and will cease auditing public firms by Aug. 31. Andersen lost hundreds of clients and has seen massive employee defections.	Did not return repeated calls for comment.
Bristol-Myers Squibb (nyse: BMY - news - people)	July 2002	Inflated its 2001 revenue by \$1.5 billion by "channel stuffing," or	SEC	Efforts to get inventory back to acceptable size will reduce earnings by 61 cents per share through 2003.	Bristol will continue to cooperate fully with the SEC. We believe that

		forcing wholesalers to accept more inventory than they can sell to get it off the manufacturer's books			the accounting treatment of the domestic wholesaler inventory buildup has been completely appropriate.
CMS Energy (nyse: <u>CMS</u> - <u>news</u> - <u>people</u>)	May 2002	Executing "round-trip" trades to artificially boost energy trading volume	SEC; CFTC; Houston U.S. attorney's office; U.S. Attorney's Office for the Southern District of New York	Appointed Thomas J. Webb, a former Kellogg's CFO, as its new chief financial officer, effective in August.	No comment.
Duke Energy (nyse: <u>DUK</u> - <u>news</u> - <u>people</u>)	July 2002	Engaged in 23 "round-trip" trades to boost trading volumes and revenue.	SEC; CFTC; Houston U.S. attorney's office; Federal Energy Regulatory Commission	The company says an internal investigation concluded that its round-trip trades had "no material impact on current or prior" financial periods.	Although the effect [of these trades] on the company's financial statements was immaterial, we consider improper trades in conflict with the company's policies. To address this we have made changes to our organization, personnel and procedures.
Dynegy (nyse: <u>DYN</u> - <u>news</u> - <u>people</u>)	May 2002	Executing "round-trip" trades to artificially boost energy trading volume and cash flow	SEC; CFTC; Houston U.S. attorney's office	Currently conducting a re-audit. Standard & Poor's cut its credit rating to "junk," and the company said it expects to fall as much as \$400 million short of the \$1 billion in cash flow it originally projected for 2002.	Dynegy believes that it has not executed any simultaneous buy-and-sell trades for the purpose of artificially increasing its trading volume or revenue.
El Paso (nyse: <u>EP</u> - <u>news</u> - <u>people</u>)	May 2002	Executing "round-trip" trades to artificially boost energy trading volume	SEC; Houston U.S. attorney's office	Oscar Wyatt, a major shareholder and renowned wildcatter, may be engineering a management shakeup.	There have been no allegations or accusations, only requests for information. The company has confirmed

					in multiple affidavits that it did not engage in "round-trip" trades to artificially inflate volume or revenue.
Enron (otc: ENRNQ - news - people)	October 2001	Boosted profits and hid debts totaling over \$1 billion by improperly using off-the-books partnerships; manipulated the Texas power market; bribed foreign governments to win contracts abroad; manipulated California energy market	DOJ; SEC; FERC; various congressional committees; Public Utility Commission of Texas	Ex-Enron executive Michael Kopper pled guilty to two felony charges; acting CEO Stephen Cooper said Enron may face \$100 billion in claims and liabilities; company filed Chapter 11; its auditor Andersen was convicted of obstruction of justice for destroying Enron documents.	No comment.
Global Crossing (otc: GBLXQ - news - people)	February 2002	Engaged in network capacity "swaps" with other carriers to inflate revenue; shredded documents related to accounting practices	DOJ; SEC; various congressional committees	Company filed Chapter 11; Hutchison Telecommunications Limited and Singapore Technologies Telemedia will pay \$250 million for a 61.5% majority interest in the firm when it emerges from bankruptcy; Congress is examining the role that company's accounting firms played in its bankruptcy.	No comment.
Halliburton (nyse: HAL - news - people)	May 2002	Improperly booked \$100 million in annual construction cost overruns before customers agreed to pay for them.	SEC	Legal watchdog group Judicial Watch filed an accounting fraud lawsuit against Halliburton and its former CEO, Vice President Dick Cheney, among others.	Halliburton follows the guidelines set by experts, including GAAP (generally accepted accounting principles).
Homestore.com (nasdaq: HOMS - news - people)	January 2002	Inflating sales by booking barter transactions as revenue.	SEC	The California State Teachers' Retirement pension fund, which lost \$9 million on a Homestore investment,	No comment.

				has filed suit against the company.	
Kmart (nyse: <u>KM</u> - <u>news</u> - <u>people</u>)	January 2002	Anonymous letters from people claiming to be Kmart employees allege that the company's accounting practices intended to mislead investors about its financial health.	SEC; House Energy and Commerce Committee; U.S. Attorney for the Eastern District of Michigan	The company, which is in bankruptcy, said the "stewardship review" it promised to complete by Labor Day won't be done until the end of the year.	Did not return repeated calls for comment.
Merck (nyse: <u>MRK</u> - <u>news</u> - <u>people</u>)	July 2002	Recorded \$12.4 billion in consumer-to-pharmacy co-payments that Merck never collected.	None	The SEC approved Medco's IPO registration, including its sales accounting. The company has since withdrawn the registration for the IPO, which was expected to raise \$1 billion.	Our accounting practices accurately reflect the results of Medco's business and are in accordance with GAAP. Recognizing retail co-payments has no impact on Merck's net income or earnings per share.
Mirant (nyse: <u>MIR</u> - <u>news</u> - <u>people</u>)	July 2002	The company said it may have overstated various assets and liabilities.	SEC	An internal review revealed errors that may have inflated revenue by \$1.1 billion.	This is an informal inquiry, and we will cooperate fully with this request for information.
Nicor Energy, LLC , a joint venture between Nicor (nyse: <u>GAS</u> - <u>news</u> - <u>people</u>) and Dynegy (nyse: <u>DYN</u> - <u>news</u> - <u>people</u>)	July 2002	Independent audit uncovered accounting problems that boosted revenue and underestimated expenses.	None	Nicor restated results to reflect proper accounting in the first half of this year.	Our focus now is to stabilize this venture and put some certainty to its financial results. The company is evaluating its continued involvement in this venture.
Peregrine Systems (nasdaq: <u>PRGNE</u> - <u>news</u> -)	May 2002	Overstated \$100 million in sales by improperly	SEC; various congressional committees	Said it will restate results dating back to 2000; slashed nearly	We have been and will continue to

people)		recognizing revenue from third-party resellers		50% of its workforce to cut costs; is on its third auditor in three months and has yet to file its 2001 10-K and so, consequently, is in danger of being delisted from the Nasdaq.	cooperate with the SEC and the Congressional committee.
Qwest Communications International (nyse: <u>Q</u> - <u>news</u> - <u>people</u>)	February 2002	Inflated revenue using network capacity "swaps" and improper accounting for long-term deals.	DOJ; SEC; FBI; Denver U.S. attorney's office	Qwest admitted that an internal review found that it incorrectly accounted for \$1.16 billion in sales. It will restate results for 2000, 2001 and 2002. To raise funds, Qwest says it is selling its phone-directory unit for \$7.05 billion.	We are continuing to cooperate fully with the investigations.
Reliant Energy (nyse: <u>REI</u> - <u>news</u> - <u>people</u>)	May 2002	Engaging in "round-trip" trades to boost trading volumes and revenue.	SEC; CFTC	Recently replaced Chief Financial Officer Steve Naeve with Mark M. Jacobs, a managing director of Goldman Sachs and a Reliant adviser.	We're cooperating with the investigations.
Tyco (nyse: <u>TYC</u> - <u>news</u> - <u>people</u>)	May 2002	Ex-CEO L. Dennis Kozlowski indicted for tax evasion. SEC investigating whether the company was aware of his actions, possible improper use of company funds and related-party transactions, as well as improper merger accounting practices.	Manhattan district attorney; SEC	Said it will not certify its financial results until after an internal investigation is completed. The Bermuda-based company is not required to meet the SEC's Aug. 14 deadline. Investors looking to unseat all board members who served under Kozlowski may launch a proxy fight to do so.	The company is conducting an internal investigation and we cannot comment on its specifics, but we will file an 8-K on the initial results around Sept. 15.
WorldCom (nasdaq: <u>WCOEQ</u> - <u>news</u> - <u>people</u>)	March 2002	Overstated cash flow by booking \$3.8 billion in operating expenses as capital expenses; gave founder Bernard Ebbers \$400 million in off-the-books loans.	DOJ; SEC; U.S. Attorney's Office for the Southern District of New York; various congressional committees	The company stunned the Street when it found another \$3.3 billion in improperly booked funds, which will bring its total restatement up to \$7.2 billion, and that it may have to take a goodwill charge of \$50 billion. Former CFO Scott	WorldCom is continuing to cooperate with all ongoing investigations.

				Sullivan and ex-controller David Myers have been arrested and criminally charged, while rumors of Bernie Ebbers' impending indictment persist.	
Xerox (nyse: XRX - news - people)	June 2000	Falsifying financial results for five years, boosting income by \$1.5 billion	SEC	Xerox agreed to pay a \$10 million and to restate its financials dating back to 1997.	We chose to settle with the SEC in April so we can put the matter behind us. We have restated our financials and certified our financials for the new SEC requirements.

SEC: Securities and Exchange Commission. CFTC: Commodity Futures Trading Commission. DOJ: U.S. Department of Justice

Editor's Note: The Corporate Scandal Sheet ceased being updated as of September 2002.

ANEXO 2 – Principais Diferenças entre POC e IFRS

TEMA	POC	IFRS
Apresentação das Demonstrações Financeiras (IFRS 1)	Por funções e por natureza	Uma das duas
	Demonstração de Origem e Aplicação de Fundos	Fluxos de Caixa
	Variação dos Capitais Próprios	Demonstração das alterações do Capital próprio
		Maior informação divulgada em anexo
		Toda a informação numérica terá que ter quadros comparativos
Inventários (IAS 2)	Valor de aquisição	Custo de aquisição ou valor realizável líquido (o mais baixo). O custo de aquisição inclui todos os custos de compra (ex: custos de transporte e manuseamento), custos de conversão (ex: gastos gerais de produção fixos e variáveis que sejam incorridos ao converter matérias em bens acabados) e outros custos (ex: custos de concepção de produtos para clientes específicos, juros de stocks)
	FIFO, LIFO e Custo Médio	Preferencialmente FIFO e Custo Médio
Goodwill (IFRS 3)	Reconhecido à data de aquisição. A mensuração inicial é pelo custo, tal como nas IFRS. A mensuração subsequente é feita pelo custo deduzido das amortizações. Estas são efectuadas por um período máximo de 5 anos.	A adquirente reconhece-o à data de aquisição. Mensuração inicial pelo custo, que é o excesso do custo da concentração acima do interesse da adquirente no justo valor líquido dos activos, passivos e passivos contingentes. A mensuração subsequente do goodwill é feita pelo custo menos qualquer perda por imparidade acumulada. O

TEMA	POC	IFRS
		goodwill adquirido numa concentração de actividades empresariais não deve ser amortizado.
Resultados Líquidos do Período, Erros fundamentais e Alterações nas Políticas Contabilísticas (IAS 8)	Existência de Resultados Extraordinários	Reclassificação dos Resultados Extraordinário para Operacionais
		Em caso de alteração de políticas contabilísticas é necessário que os quadros comparativos (período anterior) reflecta essas alterações
Activos Fixos Tangíveis (IAS 16)	Valor de Aquisição	Valor de Aquisição (mensuração inicial: inclui o preço de compra, custos directamente atribuíveis para colocar o activo na localização e condição necessárias e custos de desmantelamento). Na mensuração subsequente: opção entre: custo de aquisição, deduzido de amortizações e eventuais perdas de imparidade ou justo valor à data da revalorização menos qualquer depreciação acumulada subsequente e perdas por imparidade acumuladas subsequentes.. ¹
Benefícios dos Empregado (IAS 19) e Contabilização e Relato dos Planos de Benefícios de Reforma (IAS 26)		Reconhecer as perdas/ganhos actuariais caso excedam os 10% do seu valor
	Retorno real dos activos subjacentes a estes planos	O resultado do exercício deve incluir o retorno esperado dos activos
Contabilização dos Subsídios do	São reconhecidos os proveitos à	Possibilidade de deduzir o

¹ Os activos podem ser valorizado ao preço de mercado, sendo necessário corrigir esses valor em todos os períodos da elaboração das demonstrações financeiras

TEMA	POC	IFRS
Governo e Divulgação dos Apoios do Governo (IAS 20)	medida da utilização do bem subsidiado	subsídio ao valor do activo
Os Efeitos de Alterações em Taxas de Câmbio (IAS 21)	Possibilidade de diferir as diferenças de câmbio favoráveis associadas a dívida de médio e longo prazo	Reconhecer sempre no período as perdas e ganhos.
Demonstrações Financeiras Consolidadas e Separadas (IAS 27)	Possibilidade de não entrar para o consolidado certo tipo de empresas	Obrigatoriedade de consolidar todas as empresas
Investimento em Associadas (IAS 28)	Método da equivalência patrimonial	Equivalência patrimonial, excepto os investimentos financeiros detidos para venda. Estes devem ser mensurados pelo seu Justo Valor. Se o justo valor não puder ser fiavelmente mensurado utiliza-se o método do Custo de Aquisição (IAS 39).
Custos de Empréstimos Obtidos (IAS 23)	Custos financeiros não são incorporados nas existências nem nos activos, com excepção do imobilizado em curso onde poderá ser imputado estes custos durante o período de construção.	Possibilidade de os custos financeiros estarem incorporados no custo do imobilizado e das existências
Resultados por Acção (IAS 33)	Obrigatória a divulgação do resultado por acção	Obrigatório a explicação do cálculo do resultado por acção
Imparidade de Activos (IAS 36)	Avaliar a possibilidade de reduzir o valor do imobilizado	São efectuados anualmente testes de imparidade para avaliar a possibilidade de reduzir o valor (Valor Contab. > Quantia recuperável) dos activos, excepto os seguintes, aos quais esta norma não se aplica: (a) inventários (b) activos provenientes de contratos de construção (c) activos por impostos diferidos

TEMA	POC	IFRS
		<p>(d) activos provenientes de benefícios de empregados</p> <p>(e) activos financeiros que estejam no âmbito da IAS 39 Instrumentos Financeiros: Reconhecimento e Mensuração;</p> <p>(f) propriedades de investimento que sejam mensuradas pelo justo valor</p> <p>(g) activos biológicos relacionados com a actividade agrícola que sejam mensurados pelo justo valor menos custos estimados no ponto de venda</p> <p>(h) custos de aquisição diferidos, e activos intangíveis, resultantes dos direitos contratuais de uma seguradora sob contratos de seguros no âmbito da IFRS 4 Contratos de Seguros;</p> <p>e</p> <p>(i) activos não correntes (ou grupos de alienação) classificados como detidos para venda de acordo com a IFRS 5 Activos Não Correntes Detidos para Venda e Unidades Operacionais Descontinuadas. A todos os outros activos esta norma aplica-se, incluindo as partes de capital.</p>
<p>Provisões, Passivos Contingentes e Activos Contingentes (IAS 37)</p>	<p>O POC permite que se constitua provisões para cobrir futuros custos que provável ou certamente ocorrerão, mas cujo momento e/ou montante é</p>	<p>Os activos e passivos contingentes não são reconhecidos nas demonstrações financeiras, mas devem ser divulgados no Anexo. Esta</p>

TEMA	POC	IFRS
	incerto.	<p>norma considera um passivo contingente em três situações:</p> <ul style="list-style-type: none"> - sempre que exista uma obrigação possível no futuro resultantes de acontecimentos passados - obrigação certa mas não é provável que venham a ser exigidos recursos para a liquidar - obrigação certa mas quantia não estimável. <p>As provisões são reconhecidas nas demonstrações financeiras quando se verifica três condições:</p> <ul style="list-style-type: none"> - uma empresa tenha uma obrigação presente (legal ou construtiva) como resultado de um acontecimento passado; - seja provável (isto é, mais propenso do que não) que um exfluxo de recursos que incorporem benefícios económicos será exigido para liquidar a obrigação - possa ser feita uma estimativa fiável da quantia da obrigação. <p>Os activos contingentes define-se como um possível activo no futuro resultante de eventos passados e cuja existência será confirmada pela ocorrência ou não de eventos futuros não controláveis pela empresa (ex: indemnização pedida em tribunal).</p>
Activos Intangíveis (IAS 38)	As despesas de instalação são	As despesas de instalação devem

TEMA	POC	IFRS
	consideradas um activo	ser um custo do exercício
	Possibilidade de imobilizar despesas com investigação e desenvolvimento	<p>Obrigatoriedade em reconhecer como custo do exercício as despesas de investigação (fase de pesquisa). As despesas de desenvolvimento (fase de desenvolvimento) pode ser reconhecido um activo intangível desde que seja demonstrável o seguinte:</p> <ul style="list-style-type: none"> - a viabilidade técnica de concluir o activo intangível afim de que esteja disponível para uso ou venda - a sua intenção de concluir o activo intangível e usá-lo ou vendê-lo -a sua capacidade de usar ou vender o activo intangível - a forma como o activo intangível gerará prováveis benefícios económicos futuros - a disponibilidade de adequados recursos técnicos, financeiros e outros para concluir o desenvolvimento e usar ou vender o activo intangível - a sua capacidade para mensurar fiavelmente o dispêndio atribuível ao activo intangível durante a sua fase de desenvolvimento
	Amortização em 5 anos	A quantia depreciável de um activo intangível com uma vida útil finita deve ser imputada numa base sistemática durante a sua vida útil, a partir do

TEMA	POC	IFRS
		<p>momento em que o activo estiver disponível para uso. A amortização deve cessar na data mais cedo entre a data em que o activo for classificado como detido para venda e a data em que o activo for desreconhecido. Activos intangíveis com vida útil indefinida não são amortizáveis, sendo obrigatório testes anuais de imparidade e sempre que haja indicação da mesma.</p>
	Contabilizados ao custo histórico	<p>Possibilidade de contabilizar ao justo valor na mensuração subsequente deduzido de amortizações e perdas de imparidade, desde que exista um mercado activo para o intangível.</p>
Instrumentos Financeiros (IAS 32 e 39)	Custo ou valor de mercado se inferior ao custo	<p>Os activos e passivos financeiros são registados pelo custo na mensuração inicial. Na mensuração subsequente é registado ao justo valor os activos financeiros ao justo valor através de resultados, sendo a contrapartida reflectida na demonstração de resultados e os activos financeiros disponíveis para venda, com as variações a serem reconhecidas no capital próprio. Os investimentos detidos até à maturidade e os Empréstimos e valores a receber são registados pelo custo amortizado através do método da taxa de juro.</p>

TEMA	POC	IFRS
		No caso dos passivos financeiros , estes são registados pelo justo valor (Passivos financeiros ao justo valor via resultados) ou pelo custo amortizado através do método da taxa de juro (Outros passivos financeiros).
	Contabilizados como títulos negociáveis, outras aplicações de tesouraria, clientes ou investimentos financeiros no caso de activos financeiros. Contabilizado em Fornecedores, Empréstimos Obtidos e Fornecedores de Imobilizado no caso de Passivos Financeiros	Contabilizados como activos financeiros ao justo valor através de resultados, investimentos detidos até à maturidade, empréstimos e valores a receber e activos financeiros disponíveis para venda. Os passivos financeiros são contabilizados como passivos financeiros ao justo valor através de resultados e Outros passivos financeiros.
	Não há referência	Os derivados devem ser contabilizados ao justo valor e as perdas/ganhos associados como custos/proveitos do exercício
	Os instrumentos híbridos são contabilizados de acordo com a sua forma.	Os instrumentos híbridos são contabilizados de acordo com a sua substância ²

² De acordo com o POC obrigações com Warrant são contabilizadas como obrigações e valoradas ao valor de emissão. Com IAS é registado ao valor de mercado a componente de dívida e à parte o valor da opção.

ANEXO 3 – Lista das Empresas Consideradas

EMPRESA	PAÍS	SECTOR
Adolfo Dominguez, S.A.	Espanha	Bens de Consumo
Altadis, S.A.	Espanha	Bens de Consumo
Baron de Ley, S.A.	Espanha	Bens de Consumo
Bodegas Riojanas, S.A.	Espanha	Bens de Consumo
Campofrio Alimentacion,S.A.	Espanha	Bens de Consumo
Cia.Vinicola del Norte de España	Espanha	Bens de Consumo
Dogi International Fabrics, S.A.	Espanha	Bens de Consumo
Ebro Puleva, S.A.	Espanha	Bens de Consumo
Faes Farma,S.A.	Espanha	Bens de Consumo
Grupo Empresarial Ence,S.A.	Espanha	Bens de Consumo
Iberpapel Gestion, S.A.	Espanha	Bens de Consumo
Indo Internacional S.A.	Espanha	Bens de Consumo
Industria de Diseño Textil,S.A."inditex"	Espanha	Bens de Consumo
Miquel y Costas & Miquel, S.A.	Espanha	Bens de Consumo
Natra S.A.	Espanha	Bens de Consumo
Papeles y Cartones de Europa,S.A.	Espanha	Bens de Consumo
Pescanova, S.A.	Espanha	Bens de Consumo
Prim, S.A.	Espanha	Bens de Consumo
Puleva Biotech,S.A.	Espanha	Bens de Consumo
Sniace	Espanha	Bens de Consumo
Tavex Algodonera,S.A.	Espanha	Bens de Consumo
Unipapel, S.A.	Espanha	Bens de Consumo
Vidrala S.A.	Espanha	Bens de Consumo
Viscofan, S.A.	Espanha	Bens de Consumo
Zeltia, S.A.	Espanha	Bens de Consumo
Corticeira Amorim, SGPS	Portugal	Bens de Consumo
Vista Alegre	Portugal	Bens de Consumo
Sumolis	Portugal	Bens de Consumo
Abengoa, S.A.	Espanha	Materiais, Indus. e Construção
Acciona,S.A.	Espanha	Materiais, Indus. e Construção
Acerinox, S.A.	Espanha	Materiais, Indus. e Construção
Acs,Actividades de Const.y Servicios S.A	Espanha	Materiais, Indus. e Construção
Azkoyen S.A.	Espanha	Materiais, Indus. e Construção
Befesa,Medio Ambiente,S.A.	Espanha	Materiais, Indus. e Construção
Cementos Portland Valderrivas, S.A.	Espanha	Materiais, Indus. e Construção
Cie Automotive, S.A.	Espanha	Materiais, Indus. e Construção
Const.y Auxiliar de Ferrocarriles S.A.	Espanha	Materiais, Indus. e Construção
Duro Felguera, S.A.	Espanha	Materiais, Indus. e Construção
Elecnor S. A.	Espanha	Materiais, Indus. e Construção
Ercros S.A.	Espanha	Materiais, Indus. e Construção
Fomento de Constr. y Contratas S.A.	Espanha	Materiais, Indus. e Construção
Gamesa Corporacion Tecnologica, S.A.	Espanha	Materiais, Indus. e Construção
Grupo Ferrovial, S.A.	Espanha	Materiais, Indus. e Construção
Hullas del Coto Cortes, Minas de Cerredo	Espanha	Materiais, Indus. e Construção
Inypsa Informes y Proyectos, S.A.	Espanha	Materiais, Indus. e Construção
Lingotes Especiales S.A.	Espanha	Materiais, Indus. e Construção
Mecalux, S.A.	Espanha	Materiais, Indus. e Construção
Nicolas Correa S.A.	Espanha	Materiais, Indus. e Construção
Obrascon Huarte Lain, S.A.	Espanha	Materiais, Indus. e Construção

EMPRESA	PAÍS	SECTOR
Sacyr Vallehermoso, S.A.	Espanha	Materiais, Indus. e Construção
Seda de Barcelona, S.A. (Ia)	Espanha	Materiais, Indus. e Construção
Tubacex,S.A.	Espanha	Materiais, Indus. e Construção
Tubos Reunidos,S.A.	Espanha	Materiais, Indus. e Construção
Uralita, S.A.	Espanha	Materiais, Indus. e Construção
Zardoya Otis, S.A.	Espanha	Materiais, Indus. e Construção
Brisa	Portugal	Materiais, Indus. e Construção
Cimpor, SGPS	Portugal	Materiais, Indus. e Construção
Cires	Portugal	Materiais, Indus. e Construção
Fisipe	Portugal	Materiais, Indus. e Construção
Grupo Soares da Costa, SGPS	Portugal	Materiais, Indus. e Construção
Inapa	Portugal	Materiais, Indus. e Construção
Lisgráfica	Portugal	Materiais, Indus. e Construção
Mota-Engil, SGPS	Portugal	Materiais, Indus. e Construção
Papelaria Fernandes	Portugal	Materiais, Indus. e Construção
Salvador Caetano - IMVT	Portugal	Materiais, Indus. e Construção
Semapa	Portugal	Materiais, Indus. e Construção
Soc,. Com. Orey Antunes	Portugal	Materiais, Indus. e Construção
Teixeira Duarte	Portugal	Materiais, Indus. e Construção
Sonae Industria	Portugal	Materiais, Indus. e Construção
Portucel	Portugal	Materiais, Indus. e Construção
Imob Grão Para	Portugal	Materiais, Indus. e Construção
Enagas, S.A.	Espanha	Petróleo e Energia
Endesa, Sociedad Anonima	Espanha	Petróleo e Energia
Gas Natural Sdg, S.A.	Espanha	Petróleo e Energia
Iberdrola, S.A.	Espanha	Petróleo e Energia
Red Electrica de España, S.A.	Espanha	Petróleo e Energia
Repsol Ypf,S.A.	Espanha	Petróleo e Energia
Union Fenosa,S.A.	Espanha	Petróleo e Energia
EDP	Portugal	Petróleo e Energia
Abertis Infraestructuras, S.A.	Espanha	Serviços de Consumo
Antena 3 de Television, S.A.	Espanha	Serviços de Consumo
Cintra Conc.de Inf.de Transporte,S.A.	Espanha	Serviços de Consumo
Funespaña,S.A.	Espanha	Serviços de Consumo
Iberia, Lineas Aereas de España, S.A.	Espanha	Serviços de Consumo
Nh Hoteles, S.A.	Espanha	Serviços de Consumo
Promotora de Informaciones,S.A.	Espanha	Serviços de Consumo
Prosegur S.A., Cia. de Seguridad	Espanha	Serviços de Consumo
Service Point Solutions,S.A.	Espanha	Serviços de Consumo
Sogecable, S.A.	Espanha	Serviços de Consumo
Sol Melia,S.A.	Espanha	Serviços de Consumo
Cofina, SGPS	Portugal	Serviços de Consumo
Estoril-Sol	Portugal	Serviços de Consumo
Grupo Media Capital, SGPS	Portugal	Serviços de Consumo
Ibersol, SGPS	Portugal	Serviços de Consumo
Impresa, SGPS	Portugal	Serviços de Consumo
Jerónimo Martins, SGPS	Portugal	Serviços de Consumo
PT Multimedia, SGPS	Portugal	Serviços de Consumo
SAG	Portugal	Serviços de Consumo
Sonae, SGPS	Portugal	Serviços de Consumo
Amper, S.A.	Espanha	Tecnologia e Comunicação

EMPRESA	PAÍS	SECTOR
Avanzit, S.A.	Espanha	Tecnologia e Comunicação
Indra Sistemas, S.A., Serie A	Espanha	Tecnologia e Comunicação
Tecnocom, Telecomunicaciones y Energia, S.	Espanha	Tecnologia e Comunicação
Telefonica ,S.A.	Espanha	Tecnologia e Comunicação
Compta	Portugal	Tecnologia e Comunicação
Novabase, SGPS	Portugal	Tecnologia e Comunicação
PT	Portugal	Tecnologia e Comunicação
Pararede, SGPS	Portugal	Tecnologia e Comunicação
Reditus, SGPS	Portugal	Tecnologia e Comunicação

ANEXO 4 – Outliers

DA	ANO					PAÍS	SECTOR
	2002	2003	2004	2005	2006		
EMPRESAS							
Antena 3 de Television, S.A.		0,322758				Espanha	Serviços de Consumo
Duro Felguera, S.A.	0,313617					Espanha	Mat Indust. E Construção
Gamesa Corporacion Tecnologica, S.A.	0,290632					Espanha	Mat Indust. E Construção
Iberia, Lineas Aereas de España, S.A.					0,442786	Espanha	Serviços de Consumo
Sacyr Vallehermoso, S.A.		0,280489				Espanha	Serviços de Consumo
Seda de Barcelona, S.A. (Ia)				0,274681	0,261283	Espanha	Serviços de Consumo
Sogecable, S.A.		0,276193				Espanha	Serviços de Consumo
Tecnocom, Telecomunicaciones y Energia, S.				0,34771	0,483054	Espanha	Tecnologia e Comunicação
TOTAL OUTLIERS	2	3	0	2	3		

ANEXO 5 – Teste à Normalidade dos Sectores “Petróleo e Energia” e “Tecnologia e Comunicações”

Tests of Normality		Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
		Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Petróleo e Energia	Pré	0,139	24	0,200	0,884	24	0,010
	Pós	0,280	16	0,002	0,859	24	0,019
Tec. e Comunicação	Pós	0,122	18	0,200	0,930	18	0,196

ANEXO 6 – Resultados do Teste do Sinal e de Wilcoxon

Teste AMOSTRAS	N	Teste do Sinal				Teste de Wilcoxon			
		2005 < 2004	2005 > 2004	Z obs	p-value	2005 < 2004	2005 > 2004	Z obs	p-value
Amostra Global	107	54	53		0,5000	53	55	-0,1240	0,4510
Empresas Portuguesas	34	18	16		0,4325	17	19	-0,0260	0,4935
Empresas Espanholas	73	36	37		0,5000	36	38	-0,2560	0,4010
Bens de Consumo	28	16	12		0,2865	14	15	-0,5240	0,3065
Mat Indust. Construção	42	25	17		0,1400	22	21	-1,1820	0,1205
Petróleo e Energia	8	3	5		0,3635	3	5	-1,2600	0,1255
Serviços de Consumo	20	8	12		0,2515	8	12	-1,6430	0,0530
Tecnologia e Com.	9	2	7		0,0900*	8	4	-0,8890	0,2135
Empresas Índice	34	16	18		0,4320	17	18	-0,3850	0,3555
Empresas não Índice	65	32	33		0,5000	30	36	-0,6570	0,2580
JV	43	24	19		0,2255	23	22	-0,8870	0,1905
Não JV	63	29	34		0,3080	30	34	-0,9170	0,1830

* Valores significativos a 10%

- (a) N° de observações em que a variável DA em 2006 é inferior ao valor observado em 2004
- (b) N° de observações em que a variável DA em 2006 é superior ao valor observado em 2004
- (c) Mean Rank das observações em que a variável DA em 2006 é inferior ao valor observado em 2004
- (d) Mean Rank das observações em que a variável DA em 2006 é superior ao valor observado em 2004